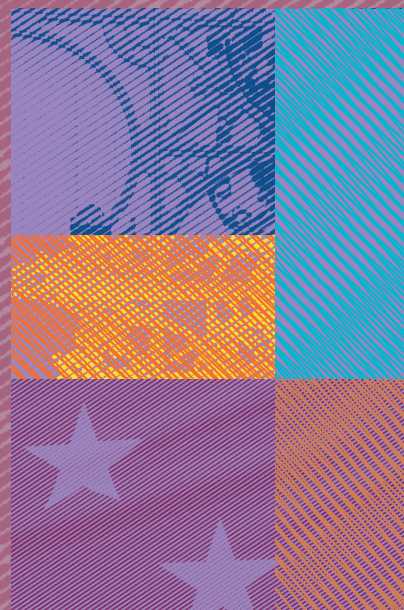


BOLETÍN ECONÓMICO

10/2009

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema







**El Banco de España difunde todos sus informes  
y publicaciones periódicas a través de la red Internet  
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,  
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2009  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCE	Banco Central Europeo	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BCN	Bancos centrales nacionales	IPC	Índice de precios de consumo
BE	Banco de España	IPI	Índice de producción industrial
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPRI	Índice de precios industriales
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CBE	Circular del Banco de España	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra benéfico-social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros sectores residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto interior bruto
EC	Entidades de crédito	PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto nacional bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	RD	Real Decreto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	RM	Resto del mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de población activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAP	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	TAE	Tasa anual equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del mercado monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IFM	Instituciones financieras monetarias	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNA	Variación neta de activos
IIC	Instituciones de inversión colectiva	VNP	Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
$T_j^i$	Tasa de la media móvil de $i$ términos, con $j$ de desfase, convertida a tasa anual.
$m_j$	Tasa de crecimiento básico de período $j$ .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

## ÍNDICE

<b>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados</b>	11
<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	23
2 Entorno exterior del área del euro	31
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	38
4 La economía española	54
5 Evolución financiera	75
<b>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009</b>	91
<b>Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España</b>	105
<b>Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009</b>	113
<b>Regulación financiera: tercer trimestre de 2009</b>	143
<b>Indicadores económicos</b>	1*
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,  
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS  
DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

## Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados

Señorías:

Comparezco en esta Comisión en el marco de la discusión parlamentaria de los Presupuestos Generales del Estado para 2010, en un momento en el que, por primera vez en los dos últimos años, se vislumbran síntomas incipientes de estabilización de la crisis económica y financiera mundial. Así se deduce de las proyecciones macroeconómicas realizadas por distintos organismos internacionales en las últimas semanas, que indican que la dinámica de revisiones sucesivas a la baja del crecimiento del producto se ha detenido y que incluso en algunas áreas se han producido revisiones al alza.

Una parte de esta mejora obedece a las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero, que, sin duda, han servido para compensar los enormes impulsos contractivos sufridos y para estabilizar los mercados financieros. A pesar de ello, la incertidumbre sobre la evolución económica y financiera en los próximos trimestres continúa siendo elevada.

En una situación como la actual, el cometido de las políticas económicas cobra una importancia capital para asegurar que la recuperación pueda asentarse sobre bases suficientemente sólidas. En la economía española esta tarea resulta particularmente relevante, pues, si bien los datos recientes apuntan también a una moderación de las tendencias recesivas, tanto el deterioro del empleo como el rápido empeoramiento de las finanzas públicas configuran una situación cargada de retos y dificultades. Nos enfrentamos a una de esas encrucijadas en las que la acción de la política económica puede ser decisiva para reencontrar de nuevo la senda de crecimiento y de aumento del bienestar.

Esta comparecencia, que se enmarca en la discusión parlamentaria de los Presupuestos, me brinda la oportunidad de analizar el papel que debe desempeñar la política presupuestaria y la necesidad de que esta se apoye en un conjunto de reformas estructurales que eliminen los obstáculos que están dificultando la recuperación de la actividad económica, del empleo y de la propia situación de las finanzas públicas. Empezaré refiriéndome brevemente a la situación del contexto internacional y a las perspectivas económicas de la zona del euro, que son, como es bien sabido, las que determinan el comportamiento de la política monetaria. En relación con este último aspecto, permítanme que recuerde que esta misma semana se reúne el Consejo de Gobierno del BCE, por lo que esta comparecencia tiene lugar dentro de lo que llamamos «período Purdah», y por ello mis comentarios no deben interpretarse, en ningún caso, como anticipo o previsión de las discusiones o decisiones de política monetaria que tendrán lugar en dicha reunión.

Tras varios trimestres de continuado deterioro, que llevaron a la economía mundial a la mayor contracción desde la Segunda Guerra Mundial, los indicadores económicos más recientes comienzan a apuntar una recuperación de la actividad y del comercio internacional, que resulta más evidente en las economías emergentes que en las más avanzadas, donde los signos de mejoría son algo más incipientes.

Estas señales no son ajenas a la rápida y decidida intervención de las autoridades públicas, que ha probado ser efectiva para frenar la creciente percepción de riesgos en los mercados financieros y para incrementar la confianza de los agentes, desempeñando así una valiosa labor de contención en esta crisis.



Pero es precisamente en estos momentos en los que los resultados de las medidas comienzan a materializarse cuando resulta particularmente importante huir de la complacencia y de un inoportuno exceso de optimismo, que podrían truncar el proceso. Las previsiones más recientes del Fondo Monetario Internacional y de otras muchas instituciones supranacionales incorporan ciertamente revisiones al alza de las tasas de crecimiento del producto mundial en 2010, pero enfatizan también la persistencia de un elevado grado de incertidumbre. Muy en particular, en relación con la evolución de los mercados financieros, donde algunos indicadores de tensión permanecen todavía en niveles elevados.

En estas condiciones, parece razonable que los objetivos más inmediatos de las autoridades económicas continúen centrándose prioritariamente en el restablecimiento del correcto funcionamiento de los mercados financieros y en el mantenimiento de las políticas de estímulo de la demanda agregada hasta que la recuperación económica pueda asentarse sobre bases suficientemente sólidas, tal y como ha refrendado recientemente la cumbre del G 20 en Pittsburgh. Más adelante, sin embargo, el principal reto será identificar el momento apropiado para la retirada de las medidas extraordinarias que se han adoptado en los ámbitos financiero, fiscal y monetario, evitando tanto una retirada prematura que pudiera minar los logros conseguidos como una prolongación innecesaria que terminaría por generar dinámicas complicadas de revertir, perjudiciales para el crecimiento y el bienestar. La complejidad de un proceso de estas características hace necesario diseñar ya unas estrategias eficientes de salida, de modo que puedan ponerse en práctica cuando llegue el momento oportuno.

El área del euro participa también, aunque en menor medida que otras zonas, de estos síntomas de incipiente mejoría. Los datos más recientes sobre la actividad económica han sido menos negativos de lo esperado y los indicadores cuantitativos y cualitativos que se van recibiendo apuntan hacia una estabilización de la actividad en el muy corto plazo, que, de acuerdo con los ejercicios de proyección realizados por el BCE, vendrá seguida de una recuperación que se presume lenta y no exenta de dificultades.

Las finanzas públicas se han deteriorado considerablemente como resultado de la acción de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales de estímulo de la demanda agregada y las actuaciones de apoyo al sistema financiero. A la vez, la crisis financiera y el retroceso de la actividad han afectado severamente a algunos bancos europeos, que dependen en parte del apoyo del sector público y que continúan sujetos a un proceso de desapalancamiento cuyo alcance aún no es fácil discernir.

En el frente de los precios, los riesgos de deflación se han reducido sustancialmente. Aunque la fuerte moderación de los precios de las materias primas hasta mediados de año ha supuesto que la inflación se sitúe en tasas negativas, existe un amplio consenso, en el que cabe incluir al BCE, en anticipar que hacia finales de año se retomarán niveles positivos. Estos serían, no obstante, moderados durante un período relativamente prolongado de tiempo, en un contexto en el que la capacidad productiva alcanzará un elevado grado de holgura, lo que ayudará a limitar posibles presiones inflacionistas.

El nivel del tipo de interés oficial en el área del euro, situado en el 1% desde el pasado mes de mayo, ha venido resultando apropiado en un contexto en el que las expectativas de inflación han permanecido ancladas y en el que sus efectos sobre la economía se ven complementados, además, por los de las diferentes medidas excepcionales que el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado desde octubre de 2008; singularmente, la provisión ilimitada de liquidez al sistema bancario a plazos que cubren hasta un año y el establecimiento de un programa de adquisición en firme de cédulas y otros títulos similares emitidos en la zona del euro.

Si pasamos ahora a centrar nuestra atención en la economía española, resulta evidente que la aguda crisis financiera internacional y la recesión de las principales áreas del mundo se transmitieron con gran intensidad a nuestro país, agravando la corrección del mercado inmobiliario que había comenzado con anterioridad y precipitando un proceso de rápida destrucción de empleo. Así, la coincidencia de las poderosas tensiones contractivas externas con el ajuste interno pendiente tras una larga fase expansiva ha conducido a una caída de la actividad económica sin precedentes en las últimas décadas.

Según los datos disponibles, en el segundo trimestre de 2009 la producción descendió un 4,2% en términos interanuales, como resultado de la marcada debilidad de la demanda nacional, particularmente del gasto privado. Solo los componentes públicos de la demanda han mantenido tasas de crecimiento positivas, que en el caso de la inversión pública se ha debido, sobre todo, a la puesta en marcha del Plan de Inversión Local el pasado mes de abril. El fuerte impacto contractivo que la caída del gasto interior ha tenido sobre la actividad se ha visto amortiguado, sin embargo, por la demanda exterior, aunque el efecto positivo del comercio exterior ha sido consecuencia, sobre todo, del sustancial recorte en las importaciones, pues las exportaciones, aunque han mejorado su cuota de mercado, se han visto afectadas también por el brusco descenso del comercio mundial.

Afortunadamente, los últimos datos de la economía española indican que, como ocurre en la zona del euro y en el resto del mundo, la fase más aguda de la contracción ya ha pasado. El retroceso de la actividad en el segundo trimestre fue todavía sustancial (un 1,1%), pero más moderado que en el primero, cuando alcanzó un 1,6%. Como en otras áreas, los principales indicadores de coyuntura empiezan a mostrar señales de caídas más modestas o de estabilización, que apuntan a que la virulencia de la crisis ha seguido remitiendo en el tercer trimestre de este año.

Cabe destacar también que la recesión está corrigiendo algunos de los principales desequilibrios acumulados por la economía española durante la fase de auge, como el alto endeudamiento del sector privado, el excesivo peso del sector inmobiliario y un persistente diferencial de inflación, que se tradujeron en un creciente déficit exterior.

Las tasas de crecimiento del crédito al sector privado se han reducido sustancialmente y, probablemente, continuarán haciéndolo en los próximos trimestres. Esta evolución de los préstamos se corresponde con lo que cabría esperar de su patrón cíclico habitual en una situación como la actual, agravado por la tensión de los mercados financieros internacionales. Es razonable que las ratios de endeudamiento de familias y empresas, que se incrementaron rápidamente durante la fase expansiva, continúen el proceso de ajuste que han iniciado en los últimos trimestres, y ello requiere que la deuda de los agentes crezca durante algún tiempo a tasas inferiores a las de las rentas generadas.

También se está corrigiendo la fuerte concentración de recursos que existía en el mercado inmobiliario, con un descenso muy rápido en la iniciación de nuevas viviendas, aunque esto no ha evitado la aparición de un exceso de oferta voluminoso y una presión a la baja sobre los precios, ya que la caída de la demanda ha sido también muy brusca. Sin embargo, las bajadas de tipos de interés y de los precios de la vivienda han situado los indicadores de accesibilidad en cotas más moderadas, lo que ayudará a estimular la adquisición de viviendas.

En un plano similar, debe destacarse la disminución de la tasa de inflación en España en los últimos meses, que está siendo más acusada que en la zona del euro. Este descenso se apoya no solo en los mayores efectos inducidos por la trayectoria del precio del petróleo, sino también en

la caída de precios de los bienes industriales y en la notable moderación de los precios de los servicios, que están creciendo por debajo del 2%, cuando durante muchos años mostraron tasas persistentes de incremento en torno al 4%. Sería muy beneficioso para la economía aprovechar este momento para efectuar las reformas oportunas en los mercados de servicios que permitan mantener esta pauta de moderación cuando se recupere el gasto de las familias.

El fuerte ajuste del gasto se está manifestando también en una rápida disminución del déficit exterior, que, desde niveles cercanos al 10% del PIB en 2007, puede recortarse a casi la mitad en 2009. Sería deseable, no obstante, que el efecto de arrastre que la debilidad de la demanda nacional está teniendo sobre las importaciones se vea reforzado por un fortalecimiento de la base exportadora apoyado en la mejora de la competitividad de nuestras empresas.

No se debe perder de vista, sin embargo, que la corrección de estos desequilibrios se está produciendo mediante una contracción severa de la producción, que está teniendo efectos muy negativos sobre el empleo —como consecuencia de los problemas de funcionamiento que arrastra el mercado de trabajo—, así como sobre las finanzas públicas.

La destrucción de empleo, que comenzó en la segunda mitad de 2008 concentrada en la construcción, se extendió posteriormente tanto a la industria como a los servicios de mercado, incidiendo muy especialmente en los contratos temporales. Tras las bruscas caídas de la ocupación en los meses finales del año pasado y los primeros de este, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se ha atenuado, en buena medida por los efectos de la puesta en marcha del Plan de Inversión Local. Como, además, el dinamismo de la población activa se ha mantenido hasta bien entrado este año, la tasa de paro ha aumentado vertiginosamente, desde el 8% en 2007 hasta casi el 18% en el segundo trimestre del presente ejercicio. El ajuste brusco del empleo ha originado un repunte de la productividad aparente del trabajo, desde tasas de avance inferiores al 1% en 2007 y los años previos hasta más de un 3% en el segundo trimestre de 2009. Desafortunadamente, estas cifras de productividad no son el resultado de mejoras genuinas en la eficiencia de los procesos productivos, por lo que difícilmente serán sostenibles en el medio plazo.

El hecho de que en esta situación los costes laborales crezcan a tasas todavía elevadas —en el segundo trimestre de este año los salarios aumentaron un 4,6%, de acuerdo con la Contabilidad Nacional—, mientras el empleo cae a un ritmo superior al 7% y la inflación es negativa, vuelve a revelar, una vez más, la persistencia de serias ineficiencias en el comportamiento de nuestro mercado laboral.

Las perspectivas de la economía española siguen rodeadas de una gran incertidumbre, aunque esta se ha reducido en los últimos meses al hilo de la probable recuperación de la economía mundial en 2010. Es probable que la economía española registre todavía caídas de la producción en la segunda mitad de este año, en contraste con la modesta recuperación de la actividad que se espera en la zona del euro. En este comportamiento diferencial pesará la acusada debilidad de la inversión, no solo en el caso de la vivienda, dado el exceso de oferta existente, sino también probablemente en el de la inversión empresarial, ya que la baja utilización de la capacidad productiva permite afrontar aumentos de la demanda sin tener que acometer nuevos proyectos de inversión. Por otra parte, tampoco parece factible incrementar la inversión pública en 2010, tras el intenso esfuerzo realizado en 2009, en gran parte ligado al Fondo de Inversión Local para el Empleo, como acabo de señalar.

La evolución del consumo privado resulta mucho más difícil de predecir, porque, si bien los principales determinantes no serán favorables —como el comportamiento del empleo—, es

cierto que el elevado nivel que ha alcanzado la tasa de ahorro de las familias podría llevar a pensar que, si los elementos de incertidumbre se fueran despejando, el consumo podría recuperarse de forma significativa.

El principal soporte de la actividad en 2010 deberá ser, por tanto, el sector exterior. El hecho de que la recuperación de la economía española se desarrolle con cierto retraso respecto a la de los otros países europeos puede facilitar un comportamiento más expansivo de las exportaciones, que han tenido una trayectoria razonablemente positiva.

Cabe esperar, pues, que a lo largo del próximo año se inicie una fase de crecimiento gradual, basado en la recuperación del sector exterior y en la extensión paulatina de sus impulsos a la inversión empresarial y al empleo, forjando las bases para una expansión que se apoye sobre el conjunto de la demanda. No obstante, como resultado del efecto arrastre de las tasas negativas de 2009, el crecimiento medio de 2010 podría registrar una caída moderada.

Esta trayectoria de recuperación lenta de la actividad se corresponde a grandes rasgos con la que prevé el Gobierno en el cuadro macroeconómico en el que se basa el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010, aunque, como ya he dicho, existe el riesgo de que la inversión empresarial se comporte algo peor de lo previsto en ese escenario.

Ahora bien, en mi opinión, lo más relevante en estos momentos no es la fecha precisa en que la actividad comenzará a mostrar tasas positivas o si su ritmo de avance será algo mayor o menor de lo previsto en el año 2010, sino la envergadura de los retos de medio plazo que plantea la superación de la situación más complicada de la economía española en las últimas décadas. El asentamiento de la recuperación requiere inexcusablemente la absorción de un gran número de desempleados, la reversión del efecto nocivo que el desempleo tiene sobre la confianza y las finanzas públicas, el saneamiento de la posición financiera de empresas y familias, y, en definitiva, la reestructuración de un modelo de crecimiento que no resultaba sostenible, especialmente en las nuevas condiciones creadas por la crisis internacional. Y para ello es imprescindible, como ya he señalado en repetidas ocasiones, la adopción de medidas y reformas ambiciosas.

Las políticas económicas que se han seguido desde el inicio de la crisis se han concentrado, como era lógico, en contrapesar las fuerzas contractivas presentes, y los esfuerzos desplegados han contribuido a aminorar su impacto. Sin embargo, cuando ya se ha superado la fase de caída intensa y se perciben las bases de una posible estabilización, es necesario adoptar un enfoque orientado a absorber las secuelas más negativas de la crisis, como son los elevados niveles de desempleo y de déficit público alcanzados, afrontando los problemas estructurales de la economía española para recuperar su crecimiento potencial y evitar que se materialice el riesgo de un escenario de atonía económica prolongada.

La acción de las políticas de demanda ante la crisis económica ha sido muy enérgica. La reducción de los tipos oficiales instrumentada por el BCE se ha trasladado a los mercados interbancarios y a las operaciones crediticias, y, si bien las condiciones de financiación continúan siendo todavía restrictivas, como consecuencia de la revisión al alza del riesgo de crédito, no cabe duda de que el descenso de los tipos de interés está contribuyendo a paliar la presión financiera del sector privado. Además, estas medidas seguirán teniendo efectos importantes en los próximos trimestres en España, dado el predominio de los préstamos a tipo variable, lo que continuará aliviando la carga de la deuda de familias y empresas.

La política fiscal ha contribuido, también, a amortiguar el descenso de la actividad a través de un esfuerzo presupuestario que ha sido muy importante y superior al de otros países de nues-

tro entorno. El efecto de las numerosas medidas de apoyo a la actividad adoptadas en los dos últimos años, junto con el impacto sobre las finanzas públicas del profundo deterioro cíclico, así como la desaparición de los ingresos fiscales extraordinarios que el auge inmobiliario permitió obtener durante la fase de expansión, ha provocado un incremento muy rápido e intenso del déficit público. Según las últimas cifras oficiales anunciadas por el Gobierno, el déficit público podría situarse a finales de este ejercicio en un nivel sin precedentes en nuestra historia reciente: alrededor del 10% del PIB.

Y las perspectivas sobre la evolución de esta variable, en ausencia de actuaciones ambiciosas, se presentan complicadas. Es cierto que algunas de las medidas presupuestarias adoptadas se diseñaron con carácter transitorio, por lo que, una vez que expire su período de vigencia, la situación presupuestaria debería mejorar. Sin embargo, el cambio cíclico tardará en ejercer efectos positivos sobre las finanzas públicas, ya que el perfil de recuperación de la actividad en 2010 será todavía débil. Pero lo que más importa es darse cuenta de que el déficit generado en estos dos años tiene un componente estructural importante, dado que el gasto público corriente primario ha mantenido tasas de crecimiento elevadas y se han perdido con carácter permanente los importantes ingresos extraordinarios vinculados con el sector inmobiliario, que he mencionado.

El deterioro de la posición fiscal se está manifestando en un fuerte incremento de la deuda pública. Como muestra nuestra propia experiencia, la dinámica de incremento del endeudamiento puede resultar difícil de quebrar, sobre todo, cuando es improbable que en el futuro podamos contar con algunos de los elementos que ayudaron de forma significativa a su reducción en el pasado, como fueron la disminución de los tipos de interés y el elevado crecimiento económico durante un período muy prolongado.

En conjunto, todos estos factores elevan el riesgo de que, en ausencia de medidas correctoras, la trayectoria de deterioro de la posición fiscal continúe, y permiten concluir que el margen de actuación expansiva de la política presupuestaria se ha agotado por completo, haciéndose imprescindible la adopción de una estrategia creíble de consolidación presupuestaria a medio plazo. De no ser así, el aumento del endeudamiento público y su influencia sobre el coste de la financiación de la economía, e incluso sobre la propia solidez del sistema financiero y su capacidad para canalizar adecuadamente los recursos, pueden llegar a convertirse en un muy pesado lastre sobre sus posibilidades de recuperación.

Dado el desequilibrio fiscal acumulado, la magnitud del ajuste necesario es muy elevada y requerirá, por tanto, la adopción de medidas muy ambiciosas en todos los frentes de la actuación presupuestaria, buscando siempre el difícil equilibrio entre señalar adecuadamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria y, al mismo tiempo, no quebrar la senda de reactivación económica. Las experiencias del pasado muestran que el éxito de las estrategias de consolidación fiscal depende en gran medida de su composición, de manera que el recorte del gasto público, sobre todo del improductivo, desempeñe un papel esencial en la reducción del déficit. El gasto improductivo, tanto en consumo como en inversión, debe ser, por tanto, objeto de especial escrutinio y control. En cualquier caso, cuando el desajuste estructural generado alcanza una magnitud considerable, se hace inevitable tener que revisar algunos elementos de la estructura tributaria. En esa tesitura resulta imprescindible preservar al máximo la eficiencia en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes, de manera que no se comprometan las posibilidades de crecimiento a largo plazo. La selección de las medidas tributarias nunca es fácil, y menos cuando se está en presencia de una erosión de la base recaudatoria, por lo que debe recurrirse a aquellas figuras que menores distorsiones produzcan. En todo caso, es importante asegurar que los incrementos de la recaudación se destinen

efectivamente a la reducción del déficit público y no a financiar posibles deslizamientos del gasto.

El Gobierno ha anunciado la intención de volver a niveles de déficit compatibles con la estabilidad en el año 2012, en línea con el horizonte definido por las autoridades europeas en la aplicación de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los Presupuestos Generales del Estado para 2010, que son los primeros que se elaboran dentro de esta estrategia general de consolidación, confirman este compromiso, en la línea necesaria para dotar de credibilidad al proceso, aunque para asegurar que los objetivos presupuestarios resulten verosímiles es necesario convencer a todos los agentes económicos de que, en caso de que se produzcan desviaciones, se tomarán todas las medidas que sean necesarias para conseguirlos. Por último, y más claramente que en ninguna otra ocasión, debo recordar de nuevo aquello que he venido reiterando en todas mis comparecencias sobre el Presupuesto: que, dada la elevada descentralización del Estado en España, resulta capital que los entes territoriales también se comprometan con la reducción del déficit mediante el cumplimiento de lo establecido en la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

La atención que he prestado a la política presupuestaria, en consonancia con el motivo de esta comparecencia, no debería oscurecer, sin embargo, que en la actual situación el principal instrumento del que disponen las autoridades económicas nacionales para afrontar la crisis y fortalecer las posibilidades de recuperación, así como para llevar adelante los planes de consolidación fiscal, son las políticas de oferta y de reforma estructural, orientadas prioritariamente a mejorar la capacidad de generación de empleo, facilitar el relevo en el desarrollo de las actividades productivas y aumentar la eficiencia y la productividad de la economía. De estas políticas depende en gran parte el futuro de la economía española, no ya a largo plazo, sino en el horizonte más inmediato, donde se van a poner de manifiesto las fortalezas y debilidades estructurales de las diferentes economías, dentro y fuera del área del euro.

Y lo que es más que evidente, por las dimensiones que ha adquirido el gasto público derivado del deterioro del empleo, es que la viabilidad de cualquier estrategia creíble de consolidación presupuestaria en la economía española depende de un cambio rápido y profundo de las tendencias que prevalecen en el mercado de trabajo. Sin una reducción significativa del desempleo será muy difícil revertir la trayectoria del gasto público y asegurar una recuperación sostenida de la capacidad recaudatoria de la Hacienda Pública. El deterioro del empleo y el aumento del paro constituyen el problema de mayor gravedad al que se enfrenta la economía española y el que más dificulta la recuperación y la consolidación fiscal. Resulta, por tanto, ineludible que se acometan con prontitud reformas de instituciones laborales que acerquen nuestras tasas de paro a las del resto de los países más desarrollados, y así se puedan frenar los flujos hacia el desempleo y lograr que los trabajadores que han perdido su ocupación puedan retornar lo antes posible a la vida laboral activa.

Unas reformas que deben abarcar un abanico amplio de instituciones. Es necesario innovar en las modalidades de contratación, con el fin de facilitar al máximo la creación de puestos de trabajo, superando la acusada segmentación existente en la actualidad, que configura un mercado de trabajo con una ratio de temporalidad muy elevada, con consecuencias altamente negativas para la estabilidad del empleo y la eficiencia y la equidad de la economía. A su vez, la negociación colectiva debe reformarse para, por un lado, permitir que los salarios negociados se adecuen en mayor grado a la situación específica de cada empresa y a la evolución cíclica, pero también para dotar a las empresas de la necesaria flexibilidad que les permita aumentar la productividad y los salarios allí donde sea posible. Todo ello servirá para suavizar el impacto de la crisis sobre el empleo, reasignar los trabajadores excedentes hacia sectores más productivos y aumentar la

tasa de crecimiento potencial de la economía. Hay, además, otras reformas que los analistas recomiendan: la reorientación de las políticas de apoyo a los desempleados, de modo que se otorgue un mayor peso a las de carácter activo, como la formación, la mejora de la capacidad de intermediación de los servicios públicos de empleo, etc.

Además de las reformas de las instituciones laborales, hay otros frentes de actuación que no se deben postergar, aunque sus efectos sean a más largo plazo. Este es el caso, en primer lugar, de la educación, esencial para afianzar un aumento continuo del capital humano y fortalecer una de las principales fuentes de mejora de la productividad. Y, por supuesto, la larga lista de reformas pendientes para aumentar la competencia en muchos sectores, como los servicios, la energía, el transporte ferroviario de mercancías, etc., a las que me he referido en tantas ocasiones.

Por último, la solidez del sistema financiero resulta fundamental para asegurar los flujos de financiación necesarios para recuperar el dinamismo económico. El sistema financiero español ha resistido muy bien los efectos directos e indirectos de la crisis financiera internacional, gracias a una serie de factores que son sobradamente conocidos y que no voy a repetir aquí. Sin embargo, la intensidad del ajuste que está sufriendo la economía española en un marco de prolongada tensión financiera introduce elementos adicionales de presión sobre el sistema financiero, en términos de deterioro de sus activos, aumento de la morosidad, reducción de los márgenes bancarios y disminución paulatina de los colchones acumulados. Factores frente a los cuales no todas las entidades se encuentran igualmente preparadas, por lo que es imprescindible disponer de mecanismos apropiados —como el FROB en la actual coyuntura— para afrontar los procesos de reestructuración que sean necesarios, sin que ello suponga una distorsión en los flujos de crédito que pueda obstaculizar la senda de recuperación de la economía.

Permítanme concluir diciendo que la economía española se enfrenta a una encrucijada decisiva, en la que son muchos los retos que han de abordarse para evitar que la situación desembogue en un largo período de debilidad económica y poder iniciar una nueva senda de crecimiento basada en un patrón más productivo y sostenible. No es la primera vez que en nuestra historia reciente se presentan situaciones de esta naturaleza. De todas ellas salimos con avances importantes y con un crecimiento vigoroso en cuanto se movilizaron los resortes de decisión necesarios para emprender reformas de alcance. Esta vez no tendría por qué ser distinto. Solo con estrategias de estabilidad a medio plazo y reformas ambiciosas y bien articuladas se podrá superar esta coyuntura difícil, dando paso a una nueva etapa de dinamismo y creación de empleo que dé continuidad a la brillante trayectoria de la economía española en las últimas décadas.

6.10.2009.

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



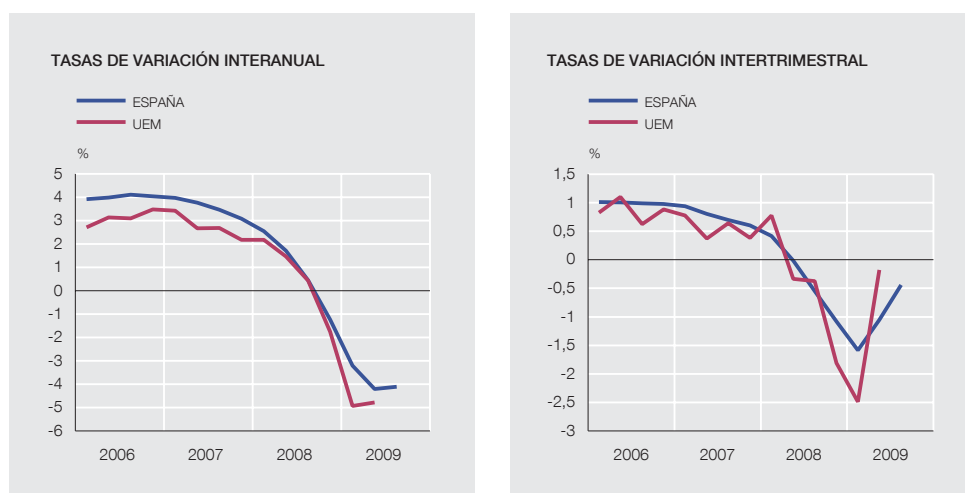
## 1 Rasgos básicos

Durante el segundo trimestre de 2009 la actividad económica siguió retrocediendo, aunque a un ritmo menos intenso que en el primero, cuando se alcanzó la fase más aguda de la contracción. El PIB registró una disminución intertrimestral del 1,1% (frente a una tasa del -1,6% observada en los tres primeros meses del año), mientras que se redujo un 4,2% en tasa interanual. El descenso del producto se debió a la caída de la demanda nacional (del 6,9%, en tasa interanual), en tanto que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 3,1 puntos porcentuales (pp) del PIB.

Los indicadores referidos al tercer trimestre confirman la tendencia a la ralentización del ritmo de contracción de la actividad, en un entorno en el que prosiguió la normalización de los mercados financieros y en el que las condiciones macroeconómicas globales dieron signos de estabilización. Las estimaciones realizadas a partir de la información disponible, todavía incompleta, apuntan a un descenso intertrimestral del PIB del 0,4%, el menos pronunciado desde que se inició el episodio recesivo, si bien esta evolución más favorable está ligada en parte a medidas públicas con efectos transitorios. En términos de su tasa interanual, el PIB se contrajo un 4,1% en el período julio-septiembre (una décima menos que en el trimestre anterior), como resultado de un menor retroceso de la demanda nacional (hasta el 6,5%) y de una aportación positiva de la demanda exterior neta (de 2,7 pp). La suavización del perfil de caída intertrimestral se extendió a los principales componentes del gasto interno, aunque fue más acusada en el consumo de los hogares, sobre el que incidieron las ayudas directas a la adquisición de automóviles, y en la inversión pública, que reflejó el avance en la ejecución de los proyectos del Fondo de Inversión Local. En sintonía con estos desarrollos, la disminución del valor añadido bruto de las principales ramas productivas fue inferior a la de los trimestres precedentes y el mercado de trabajo ralentizó su ritmo de deterioro. La información de la EPA correspondiente al período julio-septiembre, muestra un descenso interanual de la ocupación del -7,3%, mientras que la tasa de paro se estabilizó en el 17,9% de la población activa. Finalmente, la tasa de variación del IPC registró una reducción adicional en el período comprendido entre julio y septiembre, hasta situarse en el -1%, como consecuencia, en buena medida, de la intensa corrección que está registrando la inflación subyacente, tal y como refleja el IPSEBENE, que al final del trimestre se situó en el 0,1%, la tasa más reducida de la serie histórica.

En el panorama económico internacional continuó la mejoría en los mercados financieros iniciada en marzo y aparecieron signos de reactivación económica en numerosas economías, tras un segundo trimestre en el que el descenso en la actividad se había moderado notablemente, como consecuencia de las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero. En estas circunstancias, el PIB de los países desarrollados podría registrar tasas de crecimiento intertrimestral positivas en el tercer trimestre, así como, de modo más intenso, el de las economías emergentes, lideradas por los desarrollos en Asia, y en particular por China e India. Por su parte, la inflación mundial siguió reduciéndose, con lo que las tasas de variación de los precios de consumo volvieron a ser negativas en un buen número de países. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció con respecto a las principales divisas y, en los de materias primas, los precios del petróleo repuntaron en las últimas semanas de octubre, hasta situarse en torno a 77 dólares por barril de tipo Brent, y el oro alcanzó un máximo con el dólar.

La mejoría de la situación económica y financiera en los últimos trimestres ha determinado una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento en 2009 y en 2010, año para el que el FMI



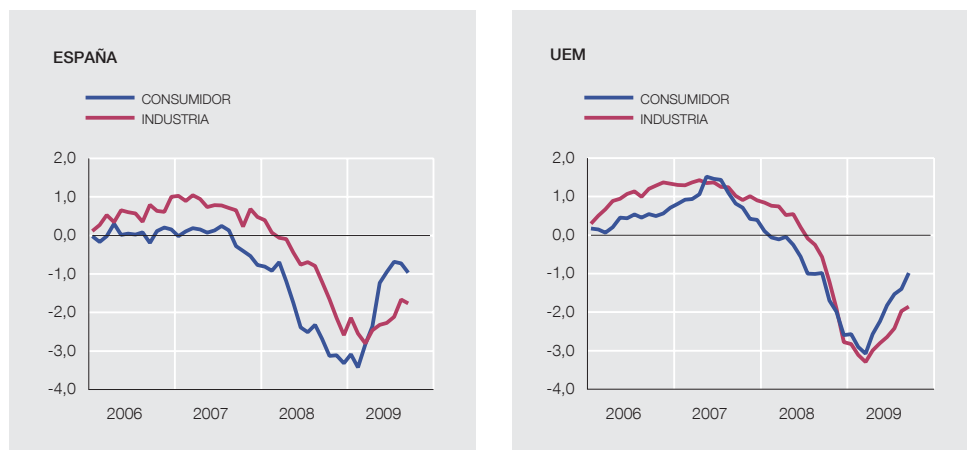
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

prevé un aumento del producto mundial próximo al 3% (frente a un descenso del 1,1% estimado para este año). No obstante, la incertidumbre sobre la secuencia y la intensidad de la recuperación continúa siendo elevada, debido principalmente a las dudas que prevalecen sobre la capacidad de crecimiento de las principales economías cuando los estímulos fiscales y monetarios se vayan replegando. La continuación de los ajustes en los mercados de trabajo, el deterioro de las finanzas públicas y la tendencia al desapalancamiento del sector bancario son elementos que pueden comprometer la senda de recuperación. Al mismo tiempo, existe una preocupación creciente por los efectos a largo plazo del ingente apoyo público, que ha centrado la atención en la necesidad de diseñar de manera adecuada las posibles estrategias de salida. En este sentido, mientras que las prioridades a corto plazo continúan siendo —tal y como ha refrendado la reciente cumbre del G 20 en Pittsburgh— el restablecimiento del correcto funcionamiento de los mercados financieros y el mantenimiento de políticas de estímulo de la demanda agregada, es necesario al mismo tiempo identificar el momento apropiado para la retirada de las medidas extraordinarias adoptadas y diseñar la manera de hacerlo sin socavar logros conseguidos.

En el período analizado, la orientación de las políticas monetarias y fiscales continuó siendo muy expansiva. En el ámbito de las finanzas públicas, la combinación de las medidas discrecionales de estímulo a la demanda agregada junto con la acción de los estabilizadores automáticos ha provocado un fuerte incremento de los déficits públicos, cuya financiación ha requerido la emisión de importantes volúmenes de deuda pública. Según las previsiones del FMI, el déficit público en el conjunto de las principales economías desarrolladas podría situarse en el 10% del PIB en 2009.

En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales mantuvieron los tipos de intervención en los niveles mínimos históricos alcanzados en trimestres precedentes y continuaron suministrando una oferta ilimitada de liquidez. En Estados Unidos, el tipo de interés oficial permaneció en el rango del 0% al 0,25%, al tiempo que se producía un cierto repliegue de algunas de las facilidades de liquidez y financiación, acomodándose a una menor demanda por parte de las entidades financieras, aunque el uso de otras siguió intensificándose. El Banco de Inglaterra, por su parte, no modificó los tipos oficiales, que continuaron en el 0,5%, mientras que amplió su programa de compra de activos en agosto, hasta 175 mm de libras.



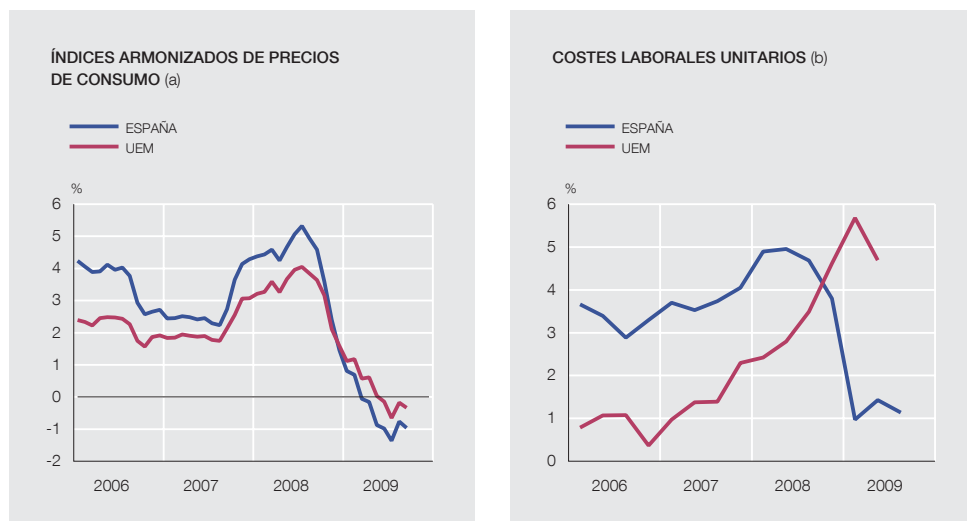
FUENTE: Comisión Europea.

a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

El área del euro ha participado de estas tendencias generales. Así, los indicadores disponibles apuntan a que el crecimiento podría retomar tasas positivas en el tercer trimestre, impulsado por la mejoría del comercio internacional y las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero que han ayudado a estabilizar los mercados. Las previsiones más recientes de los organismos internacionales e instituciones privadas han revisado al alza también el avance de la actividad en la UEM en 2009 y 2010, aunque siguen anticipando que la previsible recuperación será muy gradual y no exenta de dificultades. La inflación, que continuó estando muy condicionada por la evolución del precio del petróleo, se mantuvo en valores negativos a lo largo del tercer trimestre (-0,3% en septiembre), si bien el agotamiento en los próximos meses de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas hará que, previsiblemente, se retomen tasas de inflación moderadamente positivas hacia finales de año. Más a medio plazo, el elevado grado de holgura que registra la capacidad productiva hace muy improbable que puedan surgir presiones inflacionistas.

En el ámbito de las políticas económicas, las cifras más recientes notificadas por los Estados miembros en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo indican que el déficit de las AAPP se situaría en el 6,1% del PIB en 2009, frente al 1,9% del año anterior. Por su parte, el Consejo del BCE, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Esta decisión se tomó en un contexto de signos crecientes de estabilización económica, perspectivas de que en los próximos meses la tasa de inflación vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos y de anclaje de las expectativas de inflación en el medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo de política monetaria. Además, el BCE continuó proporcionando un volumen amplio de liquidez, a través de los distintos instrumentos disponibles, incluyendo la segunda subasta de financiación a un año, que realizó a un tipo fijo del 1% a finales de septiembre. Por otro lado, el Eurosistema inició el programa de compras de bonos garantizados y cédulas hipotecarias emitidos en la zona del euro, que está teniendo un impacto muy positivo en el funcionamiento de los mercados.

Como resultado de todas estas medidas, en el tercer trimestre y en los días transcurridos de octubre los indicadores de tensión financiera, tanto en el ámbito global como en el área del



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

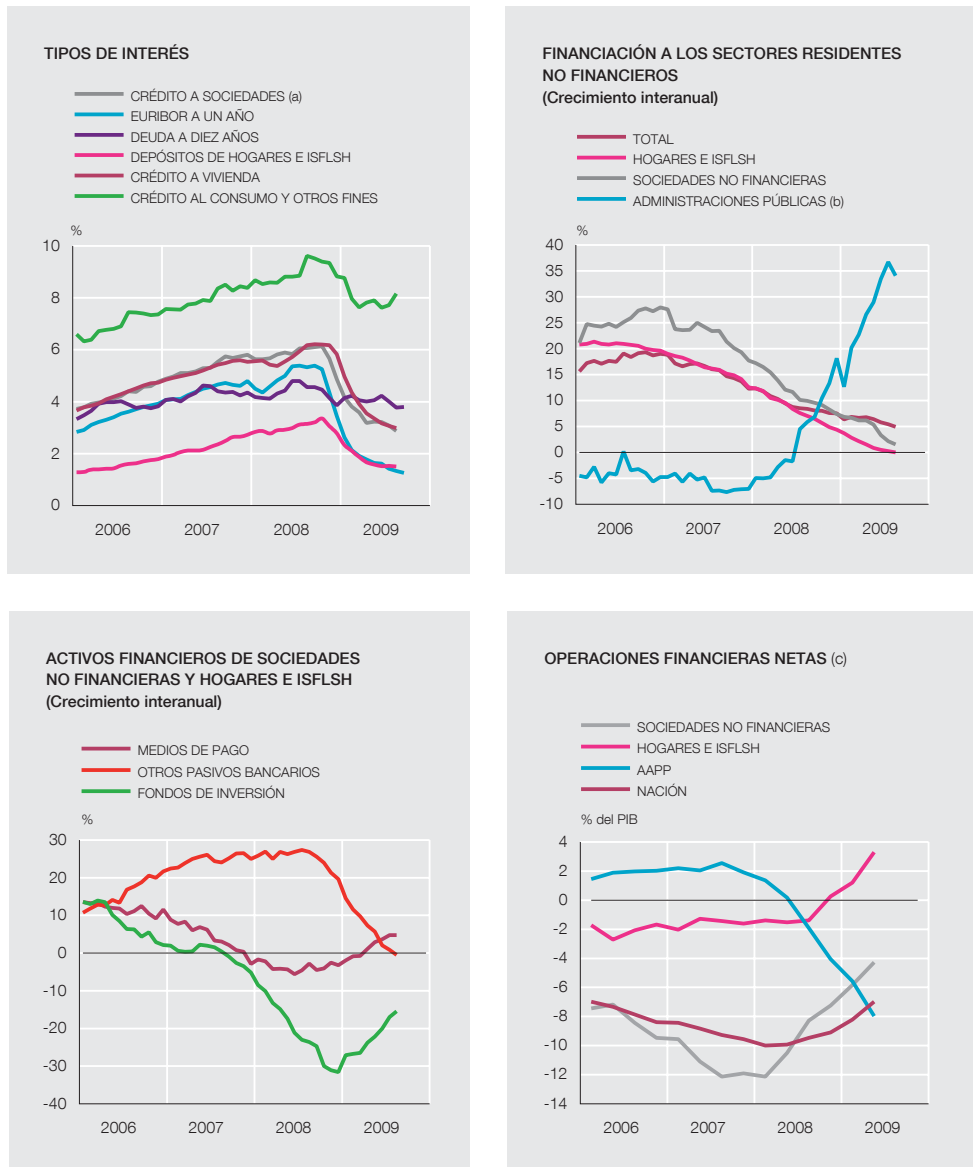
a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

euro, prolongaron el tono de mejoría iniciada el pasado mes de marzo. En los mercados interbancarios, los tipos de interés siguieron descendiendo, al tiempo que se reducía nuevamente el diferencial entre los tipos negociados y los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías. También se recortaron las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios y las cotizaciones bursátiles experimentaron notables ascensos, a la vez que redujeron su volatilidad. Finalmente, en los mercados de deuda pública se observaron recortes en las rentabilidades a largo plazo, a pesar de la mejoría de las perspectivas económicas y del aumento de las emisiones.

Por tanto, el entorno exterior de la economía española ha comenzado a dar signos de mejoría y las condiciones de financiación prosiguen su trayectoria de normalización. En España, los costes de financiación bancaria de los hogares y de las sociedades continuaron, por lo general, reduciéndose, aunque permanecen en niveles superiores a los que existían antes de que se iniciara el último ciclo de tipos de interés, sobre todo en las operaciones de mayor riesgo. Esta evolución refleja una política de concesión de crédito más cauta por parte de las entidades, en respuesta al deterioro de las perspectivas macroeconómicas y al incremento de la morosidad, lo que también se plasma en el resto de condiciones de concesión de financiación, que se habrían vuelto a endurecer, aunque a un ritmo más moderado que en los trimestres anteriores. En cuanto a los mercados bursátiles, las cotizaciones prolongaron la trayectoria ascendente iniciada en el mes de marzo, impulsando una recuperación de este componente de la riqueza financiera (el IBEX acumuló una revalorización durante la parte transcurrida de 2009 del 28%). En cambio, el precio de los inmuebles continuó su trayectoria de caída, del 0,9% entre julio y septiembre (del 8% en términos de la tasa interanual), aunque de forma menos pronunciada que en los tres meses anteriores.

Con este trasfondo, el retroceso del gasto de los hogares se atenuó en el tercer trimestre, debido a la ralentización del perfil de caída del consumo, como consecuencia, sobre todo, del impulso proporcionado por el plan de las ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E). En cambio, la inversión residencial prolongó el tono de acusada debilidad, estimándose un retroceso interanual del 27%, ligeramente más negativo que en el período com-



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

prendido entre abril y junio. Sin embargo, las bajadas de tipos de interés y de los precios de la vivienda han situado los indicadores de accesibilidad en niveles más moderados, lo que ayudará a estimular la adquisición de viviendas.

En cuanto al consumo de los hogares, se estima un descenso interanual del 4,9%, tasa que es ocho décimas inferior a la del trimestre precedente, pero que resulta indicativa de la considerable atonía que muestra este componente de la demanda nacional. En efecto, a pesar de los impulsos expansivos que están generando las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución en los intereses pagados y la caída de la tasa de inflación sobre la renta disponible, persisten factores muy potentes que inhiben las decisiones de gas-

to de los hogares. En concreto, hay que mencionar el efecto directo de la fuerte destrucción de empleo sobre las rentas salariales de las familias, a lo que habría que sumar los efectos riqueza negativos asociados a la reducción de los precios de los activos inmobiliarios. En todo caso, el ajuste del consumo está siendo superior al que explicarían estos determinantes principales (renta disponible y riqueza) y la tasa de ahorro de los hogares está intensificando su trayectoria ascendente, hasta situarse, en datos acumulados de cuatro trimestres, en el 17,5% de su renta disponible, lo que marca un máximo histórico y es 7 pp mayor que la tasa mínima que alcanzó en el primer trimestre de 2008. Este comportamiento refleja la reacción de las familias ante la incertidumbre de la actual coyuntura y, de forma muy particular, frente al aumento del desempleo, lo que incentiva el ahorro por motivo precaución. No obstante, el aumento del ahorro constituye una base imprescindible para la recuperación de una senda sostenible de gasto y forma parte del ajuste necesario para la mejora de su posición financiera.

En el contexto descrito, la deuda de los hogares siguió descendiendo, pero a menor ritmo que en trimestres previos, de modo que su crecimiento interanual en agosto fue nulo. Esta trayectoria se observó tanto en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda como en los que financian el consumo y otros fines, que mostraron tasas de variación interanual del 0,5% y del -1,4%, respectivamente. No obstante, la caída del crédito apenas se reflejó en la ratio de endeudamiento de las familias, que permaneció en niveles similares a los del trimestre previo, en todo caso, por debajo del máximo que se alcanzó a finales de 2008, si bien la carga financiera continuó disminuyendo. Pese a esta relativa mejoría en la posición financiera del sector, el deterioro de las condiciones económicas y, en particular, el aumento de la tasa de paro habrían contribuido a que aumentara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de la deuda.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas siguió retrocediendo, en línea con su evolución en los meses previos, lo que resulta coherente con la debilidad de la demanda —tanto de su componente nacional como del exterior—, la existencia de expectativas de beneficios negativas y la incertidumbre sobre el inicio de una recuperación sostenida. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial había propiciado una reducción de la necesidad de financiación en el segundo trimestre, hasta situarse en el 5,2% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. Las condiciones de financiación, por su parte, experimentaron una incipiente mejoría en el período comprendido entre julio y septiembre, que se manifestó en la disminución del coste de financiación —tanto de la bancaria como de la que se materializa a través de la emisión de valores— y en un cierto alivio en la percepción del grado de dificultad de financiación que percibe el sector empresarial, aunque las condiciones de acceso al crédito continuaron siendo globalmente restrictivas. Con estos determinantes, el ritmo de crecimiento del crédito de las empresas continuó reduciéndose, hasta descender en agosto un 1,1%, en comparación con el mismo período del año anterior. No obstante, se estima que su ratio de endeudamiento en el tercer trimestre se habría mantenido estable, pues la desaceleración de la financiación ajena se habría compensado con la evolución desfavorable de las rentas empresariales. Por su parte, el descenso en los costes de financiación habría frenado la carga financiera soportada por las empresas, aunque siguieron aumentando los ratios de morosidad, principalmente en los sectores de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la información todavía incompleta apunta a que en el tercer trimestre la demanda exterior volvió a amortiguar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, como viene ocurriendo desde principios de 2008. Se estima una aportación positiva de la demanda exterior neta muy elevada (de 2,7 pp), pero inferior a la del período abril-junio. Tanto las exportaciones de bienes y servicios como las

compras al resto del mundo moderaron su ritmo de caída, en un contexto internacional menos desfavorable, que se reflejó en el retorno a tasas de crecimiento positivas de algunos de nuestros principales socios comerciales.

Precisamente, la contracción de la demanda interna está en la base de la profunda disminución que ha registrado el déficit comercial en lo que va de año —que se cifra en un 52% en los ocho primeros meses del ejercicio, en comparación con igual período del año anterior—, así como del recorte del saldo exterior, que, según los datos de la Balanza de Pagos, disminuyó hasta julio un 48%. Este comportamiento anticipa un descenso adicional de las necesidades de financiación de la nación en el tercer trimestre, tras haberse situado el trimestre previo en el 7% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, casi 3 pp por debajo del nivel alcanzado un año antes. No obstante, esta corrección del desequilibrio exterior se basa, sobre todo, en el retroceso de las importaciones, por lo que para consolidar esta trayectoria es necesario fortalecer la base exportadora y fomentar la competitividad de las empresas españolas.

Por el lado de la oferta, el ritmo de caída del valor añadido bruto de las principales ramas productivas fue también inferior al observado en el segundo trimestre, tendencia en todo caso más visible en términos del perfil intertrimestral. Cabe destacar, en particular, la trayectoria menos desfavorable de la actividad en el sector de la construcción, como consecuencia del repunte de la obra civil motivada por el volumen notable de ejecución de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local. Por el contrario, la edificación residencial se habría reducido a ritmos similares a los del trimestre precedente, en un contexto en el que, además del deterioro en las perspectivas de demanda y del aumento de la presión financiera que afronta el sector, el volumen de viviendas terminadas continúa siendo elevado y el exceso de la capacidad permanece en cotas altas.

La ralentización del ritmo de disminución del valor añadido bruto estuvo acompañada de un menor retroceso del empleo, que, de acuerdo con las estimaciones realizadas, podría haber caído un 7% en términos interanuales (frente a una tasa interanual del -7,1% en los tres meses previos). Como en trimestres precedentes, la destrucción de puestos de trabajo fue más pronunciada en las actividades de mercado, para las que se estima un descenso interanual de la ocupación por encima del 9%, e incidió, como en los últimos trimestres, muy especialmente en los contratos temporales, con lo que la ratio de temporalidad se situó, en el tercer trimestre de este año, en el 25,9%. La aminoración del ritmo de destrucción de empleo se concentró en la construcción, por los motivos ya mencionados, y, sin embargo, no se habrían producido mejoras en la industria ni en los servicios de mercado, si bien en estas ramas el ritmo de destrucción de puestos de trabajo ha sido comparativamente inferior durante la presente fase cíclica. El crecimiento de la productividad continuó siendo intenso, en línea con el del trimestre anterior.

Los costes laborales, por su parte, mostraron una cierta moderación, aunque posiblemente insuficiente a tenor de la extrema debilidad del mercado laboral y de la evolución de los precios. Los convenios colectivos registrados hasta septiembre incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 2,7%, casi un punto inferior al pactado en 2008, aunque ello se ha debido principalmente a la ausencia de impacto de las cláusulas de salvaguarda este año, como consecuencia del comportamiento de los precios. No obstante, la información procedente de otras estadísticas laborales y la propia evolución de la remuneración por asalariado en la primera mitad del ejercicio muestran tasas de avance de los costes laborales más altas, próximas al 4%, una tasa que, aunque podría estar reflejando en parte los efectos inducidos por la destrucción de empleo en las actividades con salarios más bajos, debe considerarse muy elevada,

dada la situación por la que atraviesan la economía y, muy en particular, el mercado de trabajo. El aumento de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el tercer trimestre podría haberse situado en un nivel similar al de trimestres previos, lo que supondría un repunte significativo de los costes laborales en términos reales. En todo caso, el incremento de la productividad está permitiendo una significativa contención de los costes laborales unitarios, que registran avances muy inferiores a los de la UEM en los últimos trimestres.

Por su parte, la inflación respondió con intensidad a la debilidad de la demanda, de modo que los precios de consumo, tras haber alcanzado en julio un mínimo en su tasa de variación interanual del  $-1,4\%$ , siguieron mostrando tasas negativas en agosto y septiembre, hasta registrar un descenso del  $1\%$  en dicho mes. Una parte significativa de esta evolución se debió al fuerte retroceso de los precios de los productos energéticos, en comparación con los altos niveles que habían alcanzado un año antes, pero refleja asimismo la intensa corrección de la inflación subyacente, que finalizó el trimestre con una crecimiento interanual de tan solo el  $0,1\%$ . Cabe destacar, en particular, la caída de los precios de los productos industriales no energéticos, amplificado por la reducción de los precios de los automóviles, y la brusca desaceleración de los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado escasamente sensibles a la situación cíclica, pero que en esta ocasión han recortado su tasa de variación interanual en casi 2 pp en un año, hasta registrar un  $1,8\%$  en septiembre. La evolución de los precios en España continuó siendo más moderada que en la zona del euro, de modo que el diferencial de precios en el tercer trimestre, medido por el IAPC, siguió siendo negativo ( $-0,7$  pp). Sería altamente deseable preservar la tónica actual de ausencia de presiones inflacionistas y aprovecharla para consolidar una cierta ventaja comparativa en la que asentar la recuperación. Y, para ello, sería necesario abordar las reformas pertinentes en los mercados de bienes y servicios que ayuden a mantener la pauta de moderación en la formación de precios cuando se recupere el gasto.

El fuerte ajuste de la actividad se está manifestando, asimismo, en las cuentas públicas, que continuaron su proceso de deterioro en el tercer trimestre del ejercicio, impulsado adicionalmente por el impacto recaudatorio de las medidas expansivas adoptadas y por la caída de los ingresos extraordinarios. El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010, recientemente aprobado por el Consejo de Ministros, plasma este deterioro en el déficit previsto para 2009, que se sitúa en el  $9,5\%$  del PIB, al tiempo que proyecta situarlo en el  $8,1\%$  en 2010. Por su parte, la ratio de deuda pública se elevaría al  $62,5\%$  del PIB en ese mismo año. El descenso programado del déficit, en un entorno cíclico menos adverso que el de 2009, provendría, principalmente, del aumento previsto en los ingresos por la reversión de los efectos temporales de algunas de las medidas expansivas tomadas en estos últimos años, así como por las subidas programadas para el IRPF, el IVA y la imposición del ahorro, y, en menor medida, por determinados ajustes en el gasto público. Los Presupuestos Generales del Estado para 2010 confirman el compromiso con la estabilidad presupuestaria, en línea con los acuerdos europeos, pero no están exentos de riesgos, por lo que su estricto cumplimiento requiere un seguimiento y control riguroso de las desviaciones de ingresos y gastos que se pudieran producir, así como el concurso de los entes territoriales en la reducción del déficit.



## 2 Entorno exterior del área del euro

Tras los indicios de estabilización previos al verano, durante el tercer trimestre de 2009 se han observado señales generalizadas de reactivación de la actividad, liderada por las economías emergentes de Asia, mientras continuaba la tendencia hacia la normalización de los mercados financieros. Esta normalización viene caracterizada por un incremento del apetito por el riesgo de los inversores, un menor tensionamiento de las condiciones financieras y una mayor actividad en algunos segmentos del mercado, como el de renta fija privada. No obstante, el proceso de recuperación se prevé gradual y frágil. Por un lado, la mejora de la producción está siendo impulsada en el corto plazo por la recomposición de inventarios, que tiene un carácter transitorio, y, por otro lado, la actividad económica y financiera continúa siendo muy dependiente de las medidas de apoyo público implementadas por la mayoría de los países. Además, la recuperación económica se encuentra condicionada por los procesos de ajuste financiero aún en marcha en las economías desarrolladas y, en particular, por el desapalancamiento de hogares y empresas, la necesaria recomposición de su riqueza y la atonía del crédito, en un contexto en el que ciertos segmentos de los mercados de financiación, como el de titulizaciones, aún no se han recuperado.

La reactivación de una parte de los mercados financieros permitió que las grandes entidades financieras estadounidenses —salvo algunas excepciones— presentaran durante el tercer trimestre unos resultados mejores de lo esperado, lo cual ha contribuido a que muchas de ellas hayan podido reducir la participación pública en su accionariado. Asimismo, en Estados Unidos y en algunos otros países se ha comenzado a reducir el recurso a algunos planes de apoyo público al sector financiero, como las garantías y el uso de facilidades de liquidez y financiación. Aun así, la situación dista mucho todavía de haberse normalizado.

En todo caso, los indicadores de precios de la mayor parte de los mercados financieros mostraron una evolución positiva durante el trimestre. Los diferenciales de los mercados interbancarios y de crédito mantuvieron una senda descendente, y los mercados bursátiles registraron notables ascensos, alcanzando niveles anteriores al colapso de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. Pese al incremento de las emisiones de deuda pública y del clima de mayor apetito por el riesgo, los tipos de interés a largo plazo registraron descensos significativos, en un contexto de fuerte demanda proveniente de los programas de compras de bonos de algunos bancos centrales y de incertidumbre en torno al vigor de la recuperación económica. En los mercados cambiarios destacó la depreciación del dólar, del renminbi —que sigue fijado al dólar— y de la libra esterlina, frente a prácticamente todas las divisas. Los mercados emergentes también mostraron una evolución muy favorable, que, en algunos segmentos, fue incluso mejor que en las economías desarrolladas. Por último, en los mercados de materias primas el petróleo se ha mantenido en el rango de precios alcanzado tras las subidas del trimestre anterior, evolución compartida por los principales metales industriales y por los alimentos, mientras que el precio del oro experimentó un rápido ascenso en su cotización en dólares, pero no así en otras monedas como el euro o el yen.

En Estados Unidos, según la estimación final del PIB del segundo trimestre, la economía se contrajo un 0,2% trimestral (–0,7% en tasa anualizada), sensiblemente menos que en el trimestre anterior (–1,7%). Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre continuaron ofreciendo señales mixtas. Por un lado, los indicadores de actividad mostraron avances positivos: los índices ISM apuntaron a una expansión de actividad y la producción industrial aumentó en septiembre por tercer mes consecutivo, a la vez que el uso de la capacidad instala-

Aunque la caída de la actividad derivada de la crisis económica parece haber tocado fondo y en los últimos meses se han revisado al alza las previsiones de crecimiento en la mayoría de las economías, la economía global está atravesando la recesión más profunda y generalizada desde mediados del siglo pasado.

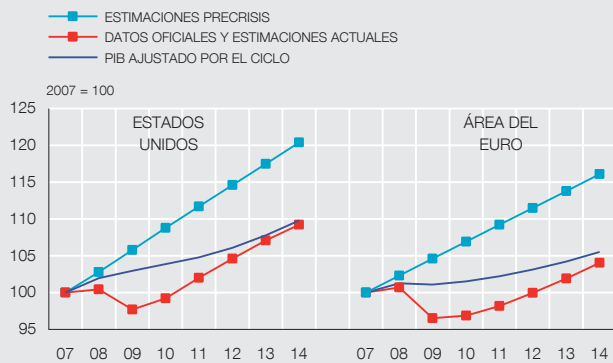
El coste de la crisis en términos de pérdida de producto solo será posible de calibrar con cierta perspectiva temporal. No obstante, es posible hacer una aproximación sencilla al impacto esperado de la crisis comparando las previsiones del PIB a medio plazo realizadas antes del desencadenamiento de las turbulencias con las más recientes, tomando en consideración los datos de actividad correspondientes a 2008. En concreto, en el ejercicio que se presenta en este recuadro se comparan las previsiones del *World Economic Outlook* del FMI, correspondientes a los meses de abril de 2007 y septiembre de 2009. También es conveniente considerar, en la medida en que los datos lo permitan, la trayectoria del producto ajustado por el ciclo económico. Dada la intensidad de la recesión, esta variable permite valorar mejor el impacto de la crisis sobre la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo, pudiéndose interpretar, con ciertas cautelas, como una aproximación a la previsión de

crecimiento potencial futuro. El recuadro 2 presenta un análisis más detallado acerca del posible impacto de la crisis sobre el producto potencial en el área del euro.

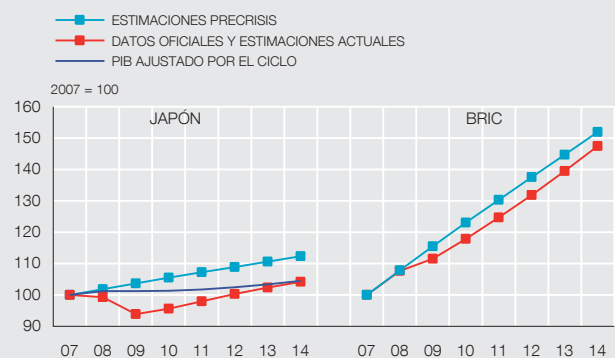
En los gráficos 1 y 2 se presentan, para un grupo seleccionado de países, las trayectorias del PIB entre los años 2007 y 2014, tomando el primero como año base (2007 = 100). En el caso de las previsiones actuales, se distingue entre la evolución del producto y las previsiones del PIB ajustado por el ciclo, para lo que se restan de aquel las brechas de producción estimadas por el FMI. Para las economías emergentes no se dispone de brechas de producción, por lo que no es posible derivarlo. El cuadro 1 recoge algunos resultados significativos del ejercicio comparativo para las principales economías avanzadas.

La recesión ha abierto unas brechas de producción muy amplias en todos los países, como se observa en el gráfico. La brecha máxima, que se alcanza en la mayoría de los casos en 2009, oscila entre los 3 pp del PIB en el área del euro y los 7 pp en Japón. Sin embargo, la crisis también ha afectado notablemente a la previsión de crecimiento del PIB ajustado por el ciclo, como muestra la caída de la pendien-

1A EVOLUCIÓN PREVISTA DEL PIB ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS



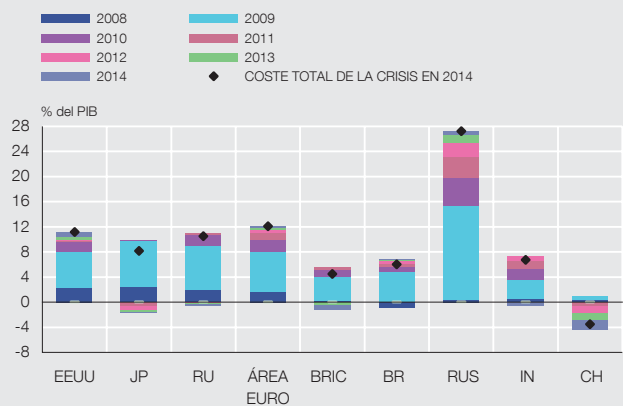
1B EVOLUCIÓN PREVISTA DEL PIB ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS



1 RESULTADOS DEL EJERCICIO PARA LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

	Brecha de producción máxima (a)	$\Delta$ PIB ajustado de ciclo. Promedio 2005-2007	$\Delta$ PIB ajustado de ciclo. 2014	Coste total acumulado de la crisis 2007-2014 (% del PIB) (b)
Estados Unidos	-4,5	2,4	2,0	11,2
Japón	-7,0	1,7	1,2	8,2
Reino Unido	-4,9	2,4	1,8	10,5
Área del euro	-3,1	2,5	2,1	12,1

2 EL COSTE DE LA CRISIS EN TÉRMINOS DE ACTIVIDAD ENTRE 2007 Y 2014. TOTAL Y CONTRIBUCIONES ANUALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO abril de 2007, art. IV Staff Reports 2007, y WEO octubre de 2009) y Banco de España.

a. En porcentaje del PIB ajustado de ciclo.

b. Diferencia entre el PIB previsto antes y después de la crisis para 2014, respecto al PIB de 2007.

te de la línea que lo representa en el gráfico. En la mayoría de los casos, la línea de producto ajustado por el ciclo se aplanan en el período posterior a la crisis, indicando tasas de crecimiento potencial cercanas a cero, debido a la reducción del stock de capital y del empleo inducida por la profunda recesión. A medida que se avanza en el horizonte de predicción, las brechas de producción se van cerrando y, con la recuperación del empleo y de la inversión, el crecimiento ajustado de ciclo comienza a repuntar. En el gráfico 1 se observa que, hacia el final del horizonte de previsión, las brechas de producción se cierran en todos los países, salvo en el área del euro. Sin embargo, en las economías avanzadas el crecimiento no recupera las tasas previas a la crisis ni siquiera cuando los factores cíclicos dejan de ser significativos. Como se observa en el cuadro, el crecimiento en el año 2014 es en torno a medio punto inferior al registrado, como promedio, en los tres años anteriores a la crisis. El Reino Unido es el país con una mayor revisión a la baja, del 2,4% al 1,8%. En Estados Unidos y en el área del euro la revisión es de cuatro décimas, pasando del 2,4% al 2% y del 2,5% al 2,1%, respectivamente. Aunque para las economías emergentes no hay datos del PIB ajustado de ciclo, la evolución paralela de las estimaciones precrisis y posteriores a partir de 2010-2011 sugiere que la reducción esperada del crecimiento a medio plazo no es significativa.

El coste de la crisis en términos de actividad en el horizonte de predicción (2008-2014) queda reflejado por la diferencia entre el nivel de producto en 2014 esperado antes de la crisis y con las previsiones actuales. En el gráfico 3 se ofrece una comparación del coste total

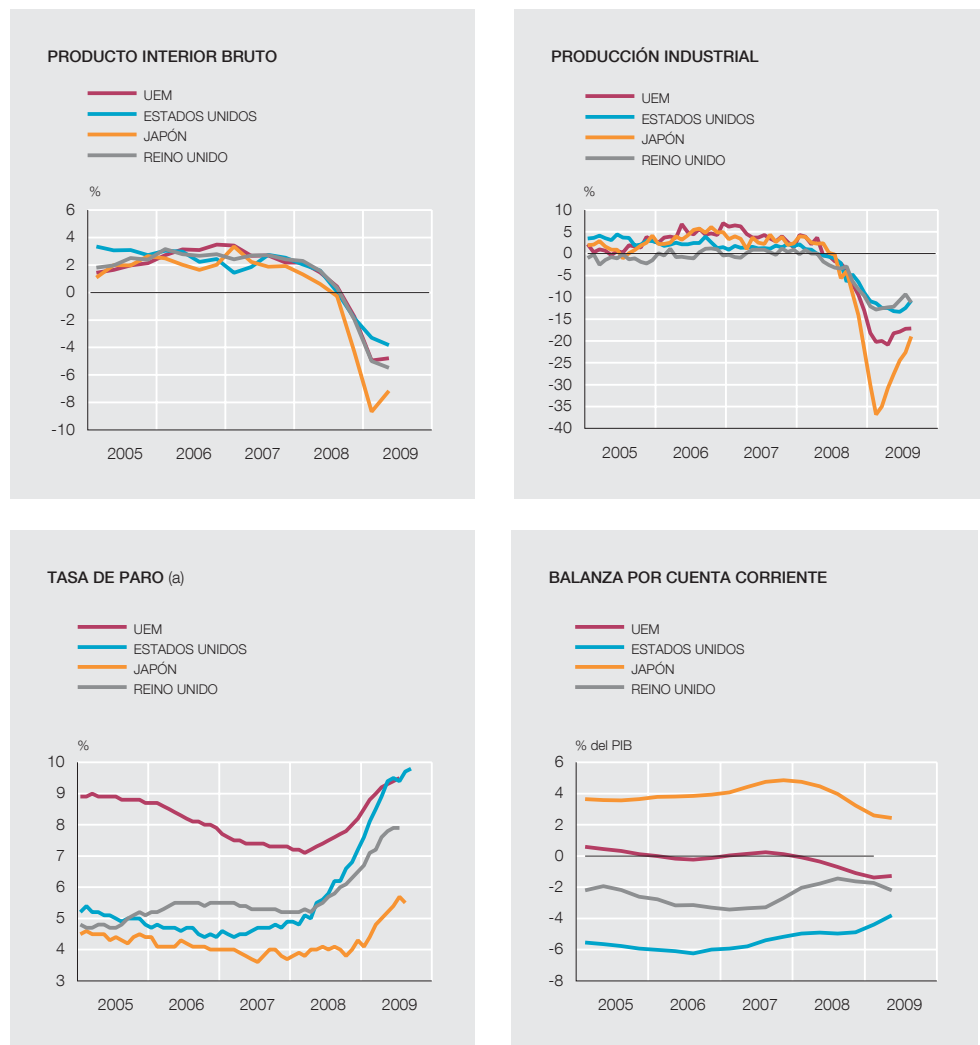
para diferentes países, expresada en porcentajes del PIB de 2007 y señalando la contribución de cada año al coste acumulado. Contribuciones negativas indican que la previsión actual de crecimiento es mayor que la previa a la crisis. Como era de esperar, dada la amplitud de las brechas de producción y la reducción del crecimiento potencial estimado, los costes se materializan, principalmente, en el año 2009.

Según esta aproximación, el coste de la crisis se sitúa en torno al 10% del producto en las economías avanzadas. Para Estados Unidos el coste estimado superaría los 11 pp del PIB, mientras que para el área del euro es del 12,1%, para Reino Unido del 10,5% y para Japón del 8,2%. Para las economías emergentes, el coste es notablemente menor —4% para el conjunto de las cuatro principales, los llamados BRIC—, pero muy heterogéneo. Para Rusia las pérdidas superan el 25% de su PIB, mientras que en China el coste es negativo, dado que las previsiones actuales son mejores que las que se proyectaban antes del verano de 2007.

Los resultados de este ejercicio comparativo muestran que se espera que la crisis tenga un coste elevado en términos de actividad, siendo bastante mayor en las economías avanzadas que en las emergentes (4%), salvo excepciones. Además, la significativa reducción del crecimiento al final del horizonte de predicción, respecto al previo a la crisis, en las economías avanzadas tiene implicaciones de más largo plazo, pues sugiere una reducción permanente o, al menos, muy persistente, de la capacidad de crecimiento de esas economías.

da recuperó el nivel de marzo. Por el lado de la demanda, continuó la mejora en el sentimiento del consumidor en el trimestre, que recuperó niveles de enero de 2008. Los indicadores de gasto mostraron avances positivos en el trimestre, aunque apoyados en las ayudas públicas destinadas a consumo. Por su parte, los indicadores del mercado de la vivienda mantuvieron las señales de estabilización observadas en el trimestre anterior y se frenó la caída de los precios. Sin embargo, el ritmo de destrucción de empleo se mantuvo elevado —aunque más moderado que en el primer trimestre—, lo que llevó la tasa de paro desde el 7,2% de finales de 2008 al 9,8% de agosto. En cuanto a los precios, el índice general descendió un 1,3% interanual en septiembre, mientras que la tasa de inflación subyacente aumentó ligeramente, hasta el 1,5%. En este contexto, en su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% al 0,25%. Aunque la mayoría de las medidas de apoyo persisten, algunas facilidades de liquidez y garantías introducidas tras la crisis se han dejado prescribir, debido a su escasa utilización ante la mejoría de la situación financiera. Por último, se presentaron las cifras de cierre del año fiscal 2009: el déficit ascendió a 1,4 billones de dólares (10% del PIB), algo menor que el previsto por el CBO en agosto (1,6 billones), y la deuda pública neta ascendió a 6,7 billones de dólares (47,2% del PIB).

En Japón, el dato revisado del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento positivo del 0,6% trimestral (–7,2% interanual), frente a la caída del 3,3% del trimestre anterior. En el tercer trimestre, la economía siguió mostrando signos de mejora en la actividad, pero continuó ha-

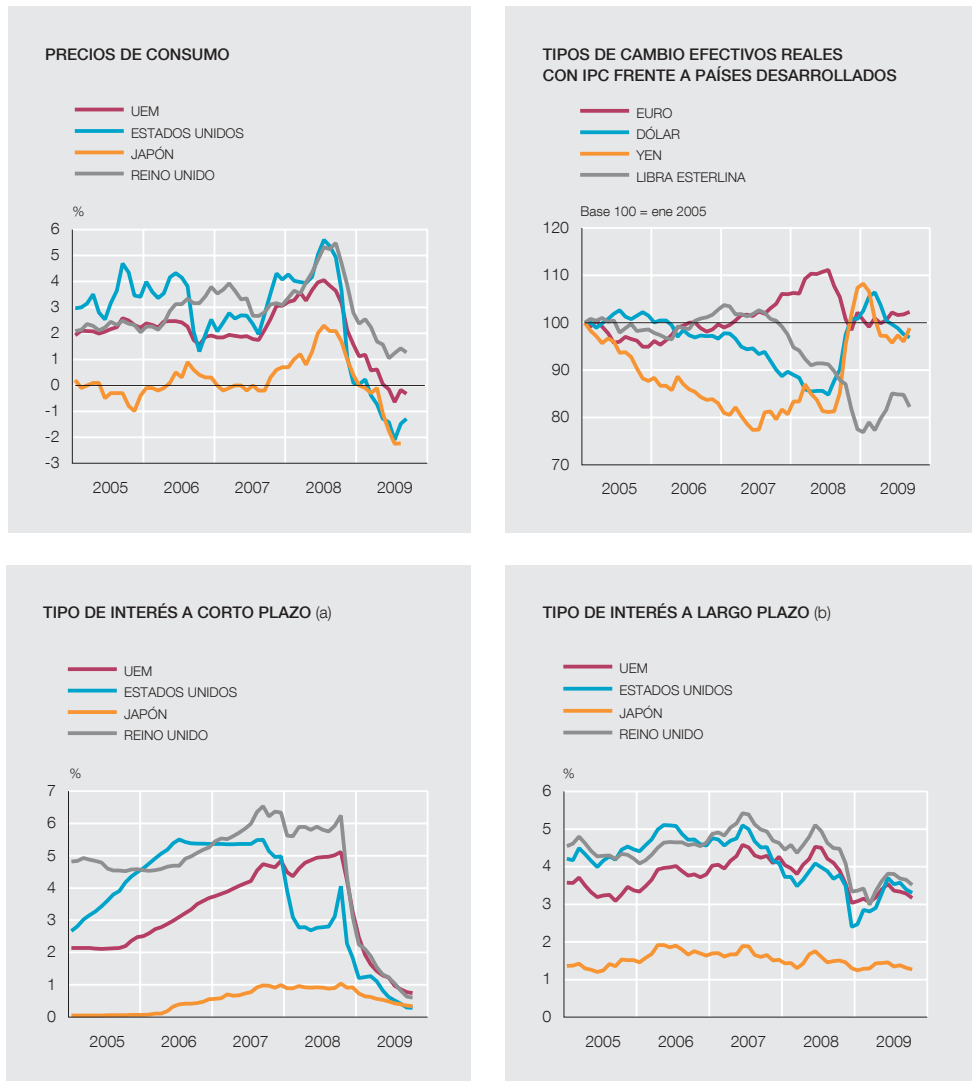


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

biendo un cierto desfase entre la fuerza de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna. Todos los indicadores relacionados con las exportaciones prosiguieron su ascenso, mientras que los vinculados al consumo y a la inversión privada no acabaron de consolidarse. Cabe destacar que la producción industrial registró un aumento en agosto, por quinto mes consecutivo, mientras que el PMI de manufacturas se mantuvo, en septiembre, por encima del nivel asociado a una expansión. Pese a que hubo signos de mejora en el consumo de los hogares, ligados a las ayudas fiscales, las ventas al por menor siguieron contrayéndose en agosto respecto al año anterior. El mercado de trabajo mejoró en agosto, y la tasa de paro se recortó hasta el 5,5%. Por el lado de los precios, el IPC intensificó su caída en agosto, hasta el -2,4% interanual. En este contexto, el Banco de Japón no varió el tipo de interés ni su plan de adquisición de activos —aunque se dieron indicios de una salida gradual en el futuro— y se mostró cauto en sus previsiones.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre se contrajo un 0,6% trimestral (-5,5% interanual) y el dato preliminar del tercer trimestre volvió a señalar una caída del 0,4% intertrimestral (-5,2% interanual, a pesar de que los indicadores recientes de oferta y de demanda

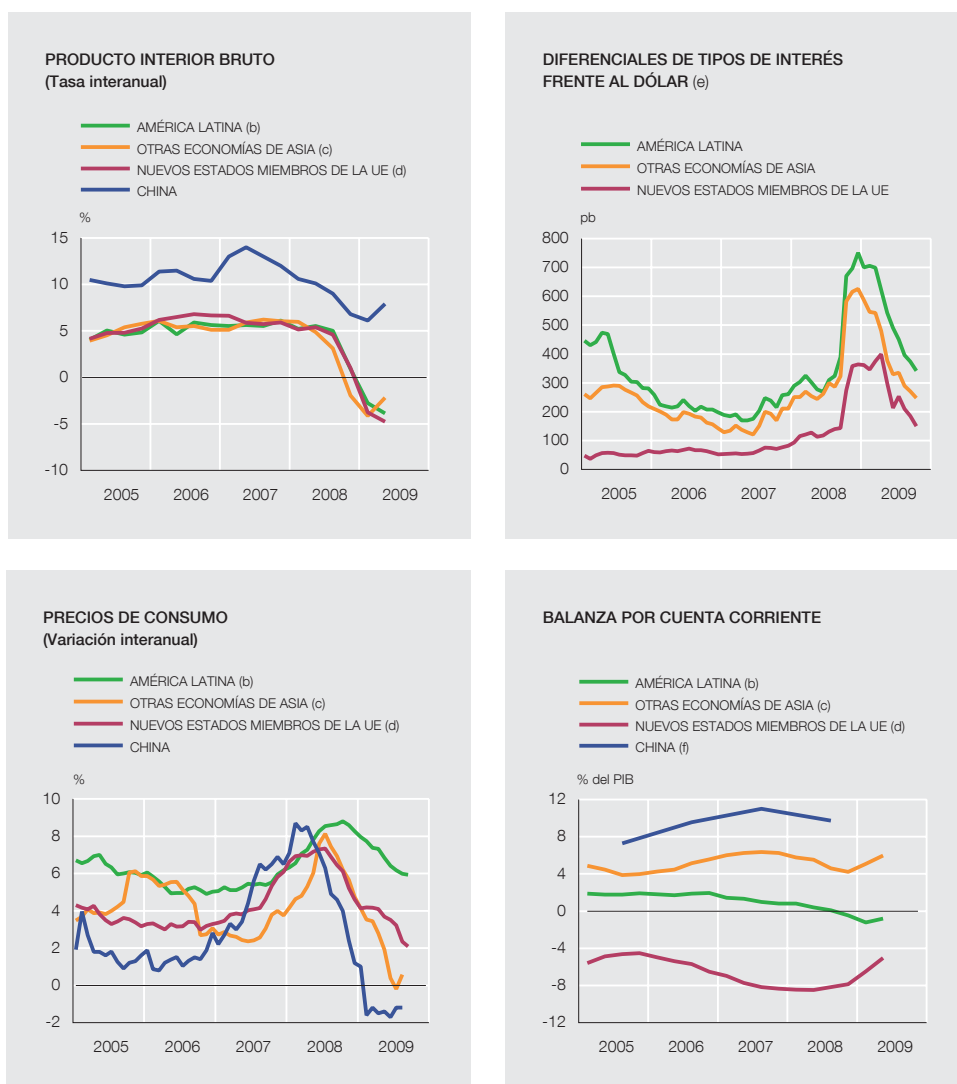


FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

—producción industrial, PMI y ventas al por menor— mostraron signos de recuperación. El contrapunto lo puso la debilidad del mercado laboral, donde, pese al menor deterioro de julio, la tasa de paro se mantuvo en el 7,9%. A ello se une la atonía del crédito bancario, en especial para las pequeñas y medianas empresas y para los hogares, si bien el crédito dirigido a la compra de vivienda está repuntando, reflejo, en parte, de la estabilización del mercado inmobiliario. La tasa de inflación se redujo cinco décimas en septiembre, hasta el 1,1%, por debajo del nivel objetivo del 2%, a la vez que el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y, en agosto, amplió el programa de compra de activos hasta 175 mm de libras.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB intensificó su caída interanual de forma generalizada en el segundo trimestre de 2009 (-4,6%, frente al -3,7% del primer trimestre). Polonia fue la excepción, pues su crecimiento pasó del 0,8% al 1,1% interanual. Esta evolución negativa fue consecuencia, fundamentalmente, del profundo ajuste de la demanda interna, aunque las exportaciones también mostraron una caída sustancial. No obstante, el desplome de las importaciones fue muy superior, por lo que la contribución de la demanda externa neta fue positiva y, además, se redujeron notablemente



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.  
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.  
 f. Datos anuales.

los déficits por cuenta corriente; en algún país, incluso, se pasó a registrar un superávit en la primera mitad del año. Por otra parte, el intenso deterioro de la actividad económica está repercutiendo en un aumento de los déficits públicos, que superarían el 3% del PIB en 2009 en todos los países, salvo en Bulgaria. Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan una cierta mejoría, con una caída algo menos pronunciada de la producción industrial, las ventas al por menor y los flujos comerciales. A lo largo del tercer trimestre, la tasa de inflación promedio siguió una senda de ligero descenso (3,1% interanual en septiembre), lo que propició nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en Rumanía y en Hungría.

En China, el PIB del tercer trimestre se aceleró hasta un 8,9% interanual, 1 pp más que en el trimestre anterior, basado, fundamentalmente, en los estímulos de política económica. En

cuanto a los indicadores de oferta, la producción industrial se aceleró gradualmente y la confianza empresarial continuó en terreno claramente expansivo. Los indicadores de demanda interna (inversión en activos fijos y ventas al por menor) han evolucionado también positivamente, mientras que el superávit comercial continuó en niveles moderados, aunque cabe destacar la recuperación de las importaciones reales. La acumulación de reservas internacionales fue intensa, posiblemente apoyada en continuas entradas de capital a corto plazo. La inflación interanual se situó en terreno menos negativo al final del tercer trimestre (un  $-0,8\%$  según el IPC y un  $-7\%$  según los precios de producción), debido a menores efectos base, en un contexto de acusado repunte de la oferta monetaria y del crédito, de forma que se han anunciado medidas para contener el incremento del crédito. En el resto de Asia, el crecimiento en el segundo trimestre se situó en el  $2\%$  interanual, subrayando la posición cíclica adelantada de la región frente a otras áreas. La mejora de la actividad económica en el tercer trimestre, en buen número de países del área, se plasmó en un crecimiento de la producción industrial y de las exportaciones. Por su parte, la caída de los precios tendió a estabilizarse y las políticas monetarias mantuvieron el tono, sin que se registraran apenas variaciones de los tipos de interés oficiales.

En América Latina la actividad se recuperó en el segundo trimestre del año, período en el que se registró un crecimiento trimestral del  $0,5\%$  ( $-3,9\%$  interanual), tras la caída del  $2,3\%$  en el primer trimestre. Esta evolución se debió al buen comportamiento de Brasil —que creció un  $1,9\%$ , apoyado en la mejoría de sus exportaciones—, Colombia y Argentina. En el lado opuesto se situó México, cuyo PIB descendió un  $1,1\%$  trimestral ( $-10,3\%$  interanual). El desplome de las importaciones, debido en gran medida a la contracción del consumo privado, junto con el incremento de los precios de algunas materias primas, propició una mejoría de los saldos de las balanzas comerciales. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre apuntarían a una ligera recuperación, incluso en los países que más han sufrido la crisis, como México. La inflación continuó descendiendo, hasta situarse en el  $5,9\%$  interanual en septiembre, la menor tasa desde noviembre de 2007, gracias a la caída de los precios de los alimentos y de la energía y, en menor medida, de los precios administrados. Tan solo Argentina y Venezuela registraron alzas significativas en la tasa de inflación. En este contexto, los bancos centrales de la región llevaron a cabo recortes adicionales de tipos de interés oficiales entre los meses de julio y septiembre, acumulando descensos de entre 775 puntos básicos (pb) en Chile y 375 pb en México. El deterioro de los indicadores fiscales fue acusado en toda la región, especialmente en el caso de México, país que registró en el segundo trimestre el peor déficit anualizado desde 1990.

### 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

A lo largo del tercer trimestre se consolidaron las expectativas de una cierta recuperación de la actividad económica del área del euro. Los indicadores de coyuntura disponibles apuntan a que, tras cinco trimestres de crecimiento negativo, el producto podría haber retomado tasas positivas, impulsado por la mejoría del comercio internacional y las políticas de estímulo de la demanda agregada y de apoyo al sistema financiero que han ayudado a estabilizar los mercados. En este contexto, las previsiones más recientes de organismos internacionales e instituciones privadas han revisado al alza el crecimiento de la actividad en la UEM en 2009 y 2010, si bien se sigue anticipando que la previsible recuperación será muy gradual y no exenta de dificultades. El mercado de trabajo, hasta la fecha relativamente resistente en el conjunto del área, el notable deterioro de las cuentas públicas y las tendencias al desapalancamiento que prevalecen en el sector bancario —muy afectado por la crisis financiera y la recesión económica— son elementos de fragilidad cuya evolución en los próximos meses requerirá especial atención. Además, el avance del comercio mundial y de las exportaciones del área del euro podría frenarse si se produjeran movimientos desordenados de los tipos de cambio.

La inflación continuó estando muy condicionada por la evolución del precio del petróleo y se mantuvo en valores negativos a lo largo del tercer trimestre, registrando un crecimiento interanual del  $-0,3\%$  en septiembre. No obstante, el agotamiento en los próximos meses de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas hará que, previsiblemente, se retomen tasas de inflación moderadamente positivas hacia finales de año. Más a medio plazo, el elevado grado de holgura que registra la capacidad productiva hace muy improbable que puedan surgir presiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener los tipos de interés oficiales en el  $1\%$ , constatando que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de la política monetaria.

La mayoría de los países europeos siguió implementando las medidas fiscales de carácter temporal que, amparadas bajo el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica, han contribuido a contrarrestar las fuerzas contractivas existentes. Pero es precisamente ahora que los resultados de las medidas comienzan a materializarse y los principales indicadores de coyuntura empiezan a mostrar que la virulencia de la crisis está remitiendo cuando se debe buscar soluciones al difícil equilibrio entre, por un lado, evitar quebrar la senda de reactivación económica y, por otro, señalar adecuadamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria a medio plazo. Mientras que las prioridades a corto plazo continúan siendo, tal y como ha refrendado recientemente la cumbre del G 20 en Pittsburgh, el restablecimiento del correcto funcionamiento de los mercados financieros y el mantenimiento de políticas de estímulo de la demanda agregada que apuntalen las señales de recuperación económica, es necesario al mismo tiempo identificar el momento apropiado para la retirada de las medidas extraordinarias en el ámbito fiscal y diseñar estrategias eficientes de salida que no minen los logros conseguidos y que permitan una senda firme y creíble de consolidación presupuestaria a medio plazo.

La situación actual debería también servir de catalizador para emprender reformas estructurales en áreas clave, tales como los mercados de trabajo y de productos y el sector bancario, que necesita un proceso de reestructuración y consolidación. Estas reformas estructurales incrementarían el crecimiento potencial en un momento en que la crisis financiera podría afectarle negativamente (véase recuadro 2), aportarían la flexibilidad necesaria para aprovechar plena-



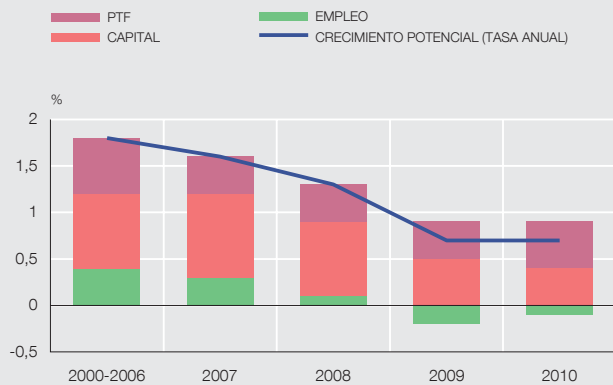
La estimación del impacto que puede tener la crisis sobre el potencial de crecimiento es una tarea compleja y los resultados, por tanto, están sujetos a muchas cautelas. Ello es así, en primer lugar, por la dificultad inherente a la medición del producto potencial o tendencial de una economía. En la literatura existen diversos procedimientos generalmente aceptados (filtros estadísticos, funciones de producción, modelos VAR estructurales, etc.) que pueden ofrecer resultados cuantitativos distintos. Además, esta incertidumbre se acrecienta de manera notable en momentos de crisis tan intensas como la vivida en los meses recientes, que suponen una ruptura estructural en las relaciones entre las distintas variables y en las series de datos empleadas.

Los efectos de las crisis financieras sobre el crecimiento potencial transcurren a través de diversos canales, que afectan tanto a la acumulación de capital físico y humano como a la eficacia con que se emplean estos factores, la denominada «productividad total de estos factores» (PTF). En esta discusión resulta necesario distinguir entre: efectos transitorios sobre el nivel del producto; efectos de carácter transitorio también, pero sobre el crecimiento del PIB (y que, por tanto, reducen el nivel del PIB potencial de la economía de forma duradera), y aquellos otros mucho más persistentes que pueden provocar que la economía mantenga de manera permanente ritmos de crecimiento ten-

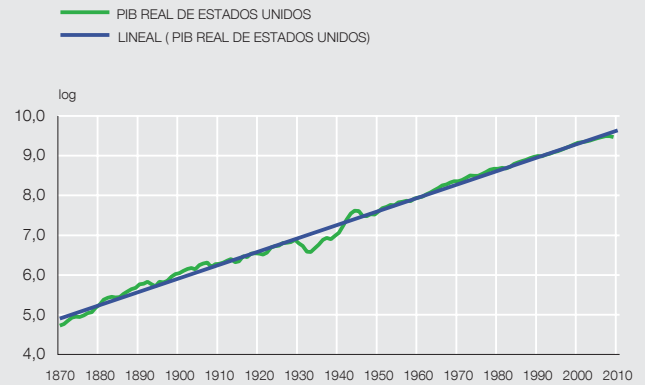
dencial inferiores a los observados en el período anterior a la crisis (y cuyo efecto negativo sobre el nivel es, por consiguiente, más acusado).

A corto y medio plazo, las crisis financieras suponen una drástica caída de la capacidad productiva de la economía a través de su impacto sobre el capital físico y humano. Por un lado, el aumento de los costes de financiación y las limitaciones de la oferta de crédito disminuyen de manera notable la inversión. Al mismo tiempo, la quiebra de numerosas empresas supone una depreciación acelerada del capital productivo instalado. Además, la caída de la actividad puede provocar un aumento del desempleo estructural en aquellas economías con menor flexibilidad para la reasignación de recursos. Por su parte, el impacto sobre la PTF es ambiguo, ya que, por un lado, se produce una caída de la innovación, que tiene un fuerte componente procíclico, y, por otro, desaparecen empresas que, en principio, son menos productivas y que pertenecen a sectores sobredimensionados. Para ilustrar estos efectos, en el gráfico 1 se presentan los resultados publicados por la Comisión Europea, que estima que la crisis podría reducir a más de la mitad el crecimiento potencial del área del euro en 2008-2010, desde tasas próximas al 2% registradas en el período 2000-2006. Esta caída se explica principalmente por la caída de la aportación del capital y por el retroceso de la aportación del factor trabajo.

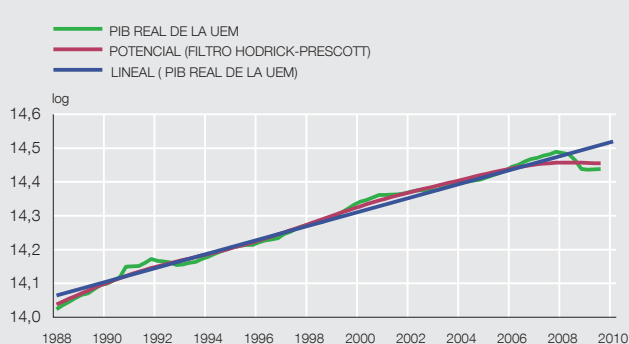
1 CONTRIBUCIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES AL CRECIMIENTO POTENCIAL EN LA ZONA DEL EURO



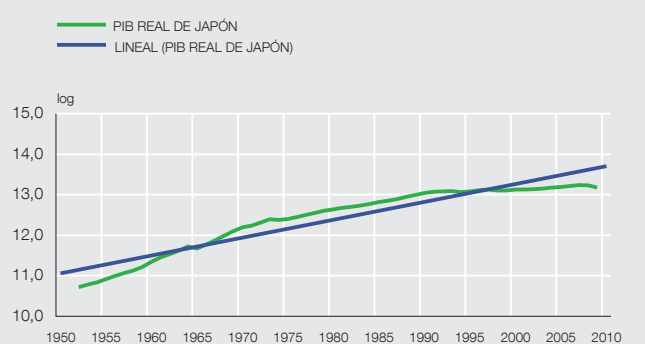
2 CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1870-2009)



3 CRECIMIENTO DE LA EUROZONA CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1988-2009)



4 CRECIMIENTO DE JAPÓN CON RESPECTO A SU TENDENCIA (1952-2009)



FUENTES: Comisión Europea y Johnston y Williamson (2008).

Pero la cuestión que arroja mayor incertidumbre es si, una vez transcurrida la crisis y el necesario período de ajuste, la economía recuperará los ritmos de crecimiento tendencial pasados. El ejemplo más evidente de esta situación es el de Estados Unidos, que a lo largo de su historia ha mostrado un ritmo de crecimiento tendencial bastante estable, que ha retomado tras los episodios de crisis. De hecho, como se comprueba en el gráfico 2, una tendencia (log-lineal) estimada para todo el período muestral (1870-2008) se ajusta de una manera bastante estrecha a la senda de crecimiento de esta economía. También en Europa hay algunas experiencias similares en economías de pequeño tamaño, como Finlandia y Suecia, que tras la crisis realizaron un esfuerzo notable en innovación y cambios profundos en su modelo productivo.

No obstante, puede resultar arriesgado extrapolar estas experiencias a la situación actual. Una crisis tan profunda como la vivida en los últimos meses puede tener implicaciones duraderas sobre la actitud de los agentes frente al riesgo que ralentizaría la reestructuración productiva, al limitar la afluencia de capital hacia las nuevas actividades y empresas, y provocaría una caída más acusada de la innovación, con efectos de largo plazo sobre la productividad total de los factores. Además, los períodos de desempleo de larga duración entrañan una destrucción de capital humano de carácter permanente y pueden afectar negativamente a las tasas de parti-

cipación en el mercado de trabajo, al alterar los incentivos a la búsqueda de empleo o a la inmigración. También la política económica puede tener un impacto sobre el crecimiento a largo plazo si se incrementan las medidas proteccionistas o si se introducen medidas fiscales que acaban generando dudas sobre la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. La experiencia de Japón, donde se estima que el crecimiento potencial se redujo notablemente tras la crisis financiera de los noventa, sirve para ilustrar este escenario.

El FMI, en su reciente *World Economic Outlook*, analiza la experiencia de numerosas economías que en el pasado registraron crisis financieras y/o bancarias y proporciona evidencia que sugiere que tras un largo período de ajuste el crecimiento tendencial de la mayoría de las economías analizadas vuelve a recobrar tasas próximas a las registradas en el período previo a la crisis. Pero, aun así, transcurridos siete años desde la finalización de la crisis, el nivel del PIB potencial o tendencial es un 10% inferior al que se habría registrado si no hubiese habido crisis (cifra que supera el 20% en muchas economías en el caso de la Gran Depresión). Por ello, las políticas de reformas estructurales tendentes a eliminar rigideces, a aumentar el conocimiento y la innovación y a facilitar la reasignación de recursos hacia los nuevos sectores y oportunidades de negocio que surjan tras la crisis resultan esenciales.

mente los beneficios de la recuperación cuando esta se materialice y aumentarían las resistencias de las economías a las dificultades que puedan surgir en el camino hacia la recuperación.

### 3.1 Evolución económica

Los datos de la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2009 confirmaron el menor ritmo de contracción de la actividad en la zona del euro. Así, tras el descenso del 2,5%, en términos intertrimestrales, registrado en el período enero-marzo, la actividad retrocedió un 0,2% (véase cuadro 1). Esta menor caída se debió fundamentalmente a una disminución más moderada de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, en línea con la recuperación del comercio mundial, impulsado por el mayor dinamismo de las economías asiáticas (véase gráfico 8). Por su parte, el consumo privado, tras registrar tasas negativas durante cuatro trimestres, creció ligeramente sobre la base del notable gasto de los hogares en automóviles y del avance de la confianza, mientras que el consumo público se expandió a una tasa similar a la del trimestre anterior. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo una aportación negativa al PIB que fue inferior en valor absoluto a la del trimestre precedente, mientras que la contribución positiva del saldo neto exterior aumentó hasta 0,5 pp, debido a la mayor disminución de las importaciones respecto de las exportaciones. Finalmente, la variación de existencias detrajo 0,6 pp al crecimiento de la actividad. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, el valor añadido en la industria y en la construcción retrocedió, mientras que los servicios mostraron un avance respecto al trimestre anterior.

La menor contracción de la actividad fue una pauta común en la mayor parte de economías del área del euro y se debió, en gran medida, al progresivo restablecimiento de las exportacio-

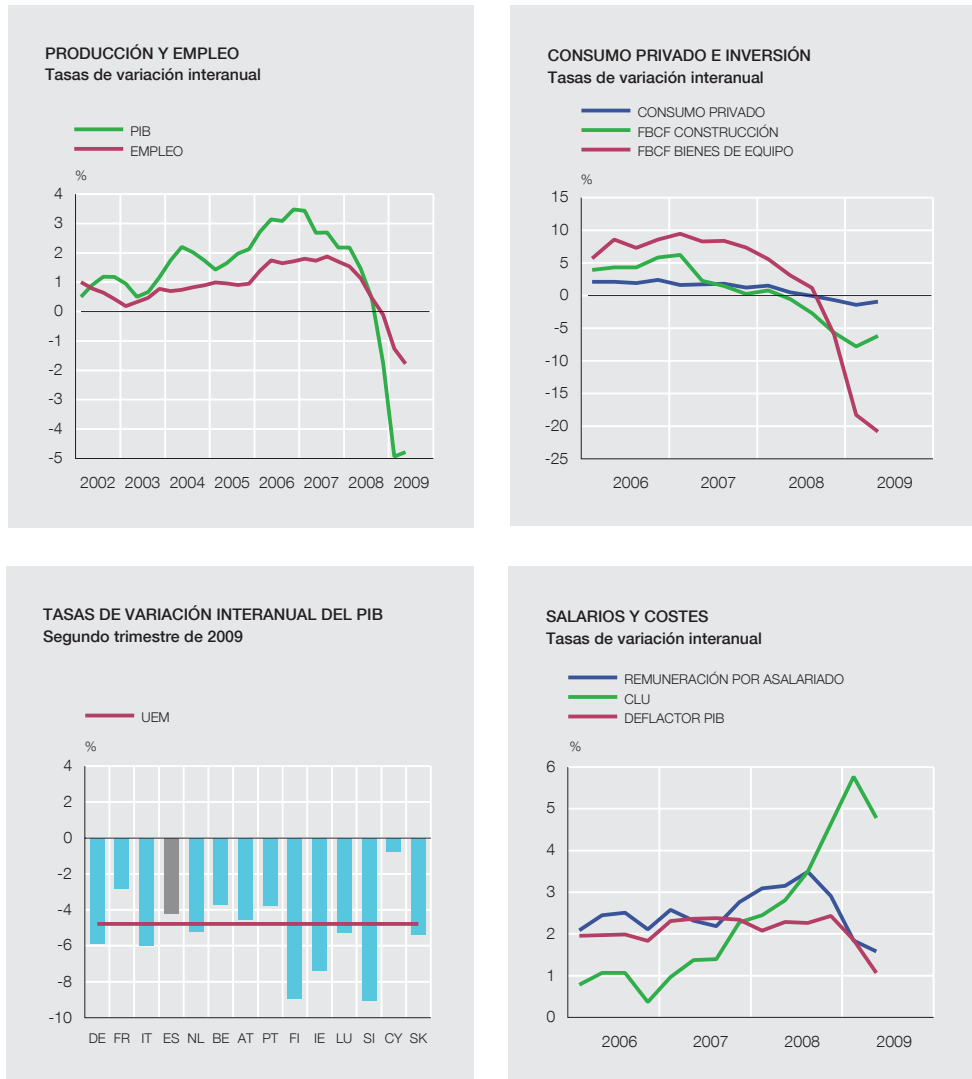
	2008				2009			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria):								
PIB	0,8	-0,3	-0,4	-1,8	-2,5	-0,2		
Consumo privado	0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	0,1		
Consumo público	0,5	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7		
Formación bruta de capital fijo	0,7	-1,3	-1,5	-3,5	-5,4	-1,5		
Importaciones	1,8	-1,1	0,3	-4,6	-7,9	-2,9		
Exportaciones	2,0	-0,5	-1,0	-7,0	-9,2	-1,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp):								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,1</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,6</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,5</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	1,5	0,4	-1,8	-4,9	-4,8		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre):								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	-1,1	-1,6	-8,0	-8,5	-1,2	1,7	
Sentimiento económico	101,4	97,7	89,9	75,6	65,7	70,2	79,9	
PMI compuesto	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,0
Empleo	0,4	0,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5		
Tasa de paro	7,2	7,4	7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período):								
IAPC	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	
IPRI	5,8	7,9	7,7	1,2	-3,2	-6,5	-7,5	
Precio del petróleo (valor en dólares)	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	72,3
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período):								
Rendimiento de la deuda pública a diez años UEM	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	3,9
Diferencial de la deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,45
Tipo de cambio dólar/euro	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,502
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-1,1	0,1	1,9
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	17,7

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el 23 de octubre de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

nes. Algunos países, como Alemania, Francia, Grecia y Portugal, registraron tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. En particular, el PIB creció en Alemania y en Francia un 0,3%, impulsado también por la mejor evolución de la formación bruta de capital fijo, mientras que en Italia experimentó un crecimiento negativo del 0,5%, lastrado por la contribución negativa de la demanda exterior neta.

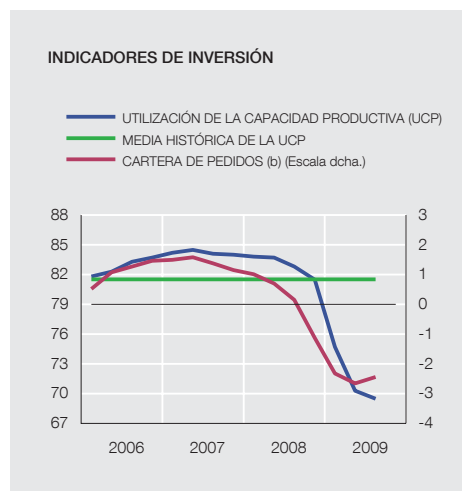
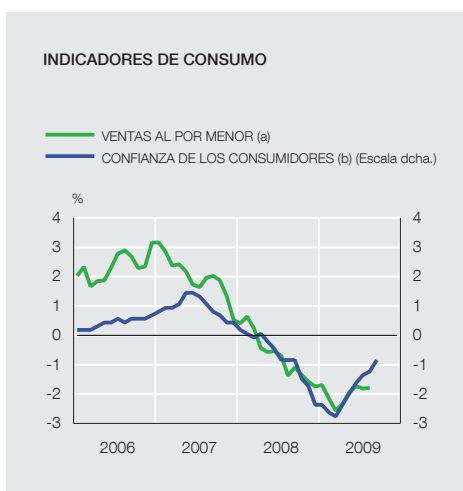
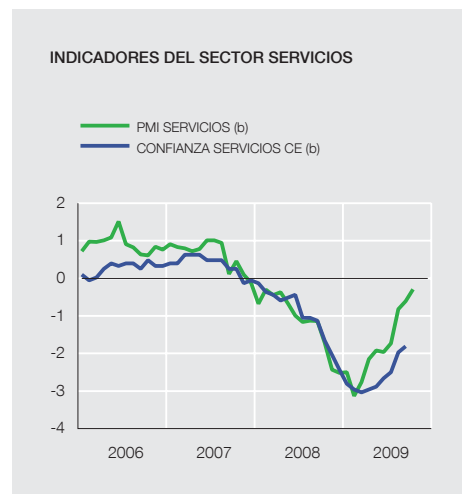
El empleo volvió a registrar una tasa de crecimiento negativa respecto al trimestre anterior (del -0,5%), algo superior a la del primer trimestre del año. La evolución del empleo en el conjunto de la UEM está siendo, no obstante, el resultado de ajustes heterogéneos de los respectivos mercados de trabajo, dependiendo de la composición sectorial y la estructura productiva de cada país, así como de los efectos específicos de las medidas de apoyo al empleo aplicadas en cada caso. En tasa interanual, el empleo experimentó una caída del 1,8%. La productividad aparente del factor trabajo volvió a registrar un fuerte retroceso, aunque menos intenso que en el período enero-marzo, dado que la contracción del PIB fue más aguda que la del empleo. El menor deterioro de la productividad, unido al crecimiento más atenuado de la remuneración por asalariado, provocó un avance cercano al 5% de los costes laborales unitarios (CLU), que, si bien fue inferior al experimentado en el trimestre anterior, se situó muy por encima del incremento de los precios finales, por lo que los márgenes volvieron a estrecharse (véase gráfico 8).



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La información coyuntural más reciente sugiere que los signos de estabilización que emergieron en meses anteriores se han consolidado y que la economía del área de euro se encamina hacia una fase de cierta recuperación, que podría ser muy gradual. Así, desde la vertiente de la oferta, la producción industrial registró tasas positivas y los nuevos pedidos industriales avanzaron significativamente (véase gráfico 9). Por otro lado, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los índices PMI relativos a la industria y los servicios registraron nuevos progresos, hasta superar el nivel de 50, que normalmente se corresponde con una expansión de la actividad. En el ámbito laboral, los indicadores de opinión sobre empleo mejoraron, aunque siguen marcando niveles históricamente muy reducidos y la tasa de paro aumentó hasta alcanzar el 9,6% de la población activa.

Los indicadores de demanda también mostraron, en general, una mejora a lo largo del tercer trimestre, que fue algo menos perceptible en el caso de los de consumo privado. En concreto, las ventas minoristas se redujeron en julio y agosto, mientras que las matriculaciones crecieron de forma más moderada que en el segundo trimestre, debido al agotamiento en algunos países de los fondos destinados a impulsar la demanda de este sector. En cambio, los indicado-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2009		2010	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre 2009)	-4,1	0,4	0,2	1,2
Comisión Europea (septiembre 2009)	-4,0	0,4		
FMI (septiembre 2009)	-4,2	0,3	0,3	0,8
OCDE (septiembre 2009) (b)	-3,9	0,5		0,7
<i>Consensus Forecast</i> (octubre 2009)	-3,9	0,3	1,1	1,2
Eurobarómetro (octubre 2009)	-3,9	0,3	1,2	1,1

FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

b. Los datos de inflación corresponden a la previsión de junio.

res de confianza de los consumidores y del comercio minorista aumentaron. Con respecto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos de la encuesta de la Comisión Europea se recuperó ligeramente, después de ocho trimestres de caídas consecutivas. No obstante, el grado de utilización de la capacidad productiva sigue en mínimos históricos. La información relativa a la demanda exterior mejoró de manera notable en el tercer trimestre del año. Así, los datos nominales de la balanza comercial muestran, en media, un ascenso de las ventas al exterior, al tiempo que las expectativas de exportación procedentes de la encuesta trimestral de opinión de la industria de la CE progresaron sustancialmente. En sintonía con la mejora generalizada de la información relativa al sector exterior, la valoración media de la cartera de pedidos también experimentó un menor retroceso. Finalmente, el indicador de la valoración de las existencias de la Comisión Europea sugiere un menor ritmo de desacumulación de existencias a lo largo del tercer trimestre.

En definitiva, los últimos datos disponibles anticipan un ligero avance del PIB en el tercer trimestre del año, basado, en gran parte, en el empuje de la demanda procedente del exterior y en el importante estímulo macroeconómico de las políticas monetaria y fiscal. Además, cabe esperar que la notable contribución negativa que tuvo el ciclo de inventarios en el primer semestre de 2009 pase a ser positiva en la segunda mitad del año. En este contexto, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales han revisado al alza sus previsiones de crecimiento de la actividad en la UEM, situando el retroceso del PIB en el entorno del 4% en 2009 (véase cuadro 2). Más a medio plazo, las previsiones de estos mismos organismos dibujan un escenario de recuperación lenta, ya que parte de los factores que pueden impulsar el PIB en el segundo semestre de 2009 es de naturaleza transitoria. Además, la economía del área presenta una serie de vulnerabilidades cuya resolución puede determinar el ritmo de salida de la crisis. En primer lugar, en los próximos meses se pondrá a prueba la relativa resistencia del mercado de trabajo y del empleo, el cual se ha mantenido contenido soportado por medidas temporales para mantener puestos de trabajo a partir de la reducción de horas. En segundo lugar, la tendencia a la apreciación del tipo de cambio del euro podría dificultar el aprovechamiento pleno del impulso del sector exterior (véase recuadro 3). Por otra parte, el notable deterioro de las cuentas públicas plantea riesgos a la sostenibilidad de las finanzas públicas, a menos que los gobiernos comiencen a diseñar estrategias de consolidación presupuestaria a medio plazo que, a la vez, no frustren la incipiente recuperación. Por último, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado con severidad al sistema bancario, el cual continúa dependiendo de las ayudas del sector público y está sujeto todavía a un proceso de desapalancamiento, que podría limitar la expansión de la oferta de crédito.

En octubre, el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro se situó en sus máximos históricos, igualando los niveles alcanzados a mediados de 2008. Como se observa en el gráfico 1, desde finales del pasado año el tipo de cambio efectivo ha retomado la tendencia apreciativa que venía mostrando desde 2006 y que se había interrumpido a mediados de 2008, coincidiendo con el episodio de fuerte inestabilidad en los mercados financieros globales en el que los activos públicos denominados en dólares llegaron a considerarse como «activos refugio» por parte de los inversores internacionales. Desde su mínimo más reciente, alcanzado en noviembre de 2008, el TCEN del euro ha registrado una apreciación superior al 8% a medida que la extrema aversión al riesgo se ha ido disipando. Si se considera su evolución desde esa fecha frente a las monedas de los principales socios comerciales de la UEM, se observa que el fortalecimiento del euro reviste un carácter generalizado, si bien es más intenso frente al dólar, el renminbi chino y la libra (véase gráfico 2).

equilibrio, si bien la incertidumbre sobre la magnitud de esta posible sobrevaloración es elevada, por lo que estos cálculos deben tomarse con mucha cautela. En particular, el Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup> estima a través de la aplicación de tres enfoques diferentes —el de «equilibrio macroeconómico», el de «tipo de cambio real de equilibrio» y el de «sostenibilidad externa»— que la desviación del tipo de cambio del euro respecto a su nivel estimado de equilibrio, con información hasta marzo de 2009, se podría situar entre un 0% y un 15%. En la actualidad, dada la evolución reciente del TCEN, la desviación mostraría una magnitud superior.

Una evaluación de los efectos sobre la actividad y los precios en la UEM de las variaciones del tipo de cambio del euro se puede realizar a partir de diversos modelos macroeconómicos, estimados, en los que el mecanismo de transmisión del tipo de cambio transcurre esencialmente a través de sus repercusiones sobre los intercambios

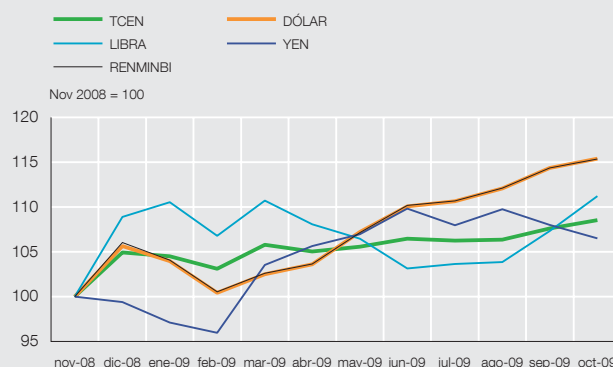
Existen algunos trabajos empíricos que permiten afirmar que los niveles actuales del TCEN del euro están por encima de su nivel de

1. FMI, *Euro Area Policies: 2009 Article IV Consultation-Staff Report*, julio de 2009.

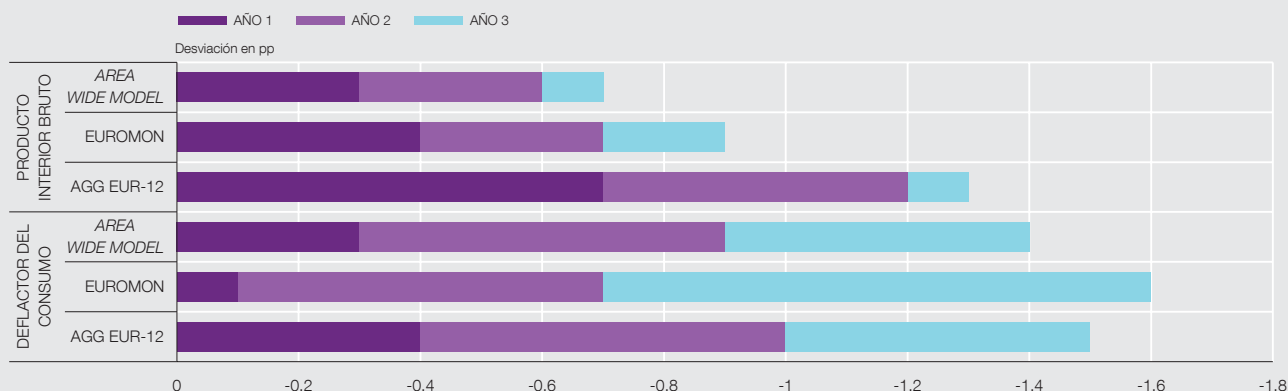
1 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL EURO



2 TCEN DEL EURO Y TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



3 RESULTADOS DE UNA APRECIACIÓN DEL TCEN DEL EURO DEL 10% (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y G. Fagan y J. Morgan (2005), *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*.

a. Estimaciones obtenidas a partir de los modelos del BCE y los bancos centrales nacionales que comprenden el Eurosistema; el «Area Wide Model» (AWM) es el modelo del BCE que trata de aproximar el comportamiento de la zona del euro como economía unificada; el EUROMON es un modelo multi-país del Banco Central de Holanda; y AGG EUR-12 resulta de la agregación de las elasticidades de los modelos macroeconómicos de los bancos centrales nacionales de la zona del euro.

comerciales con el exterior. Una apreciación del tipo de cambio del euro, por ejemplo, supone una reducción de los precios de las importaciones extra-UEM (medidos en euros) y, por tanto, de la tasa de variación de los precios de consumo y del deflactor del PIB. Asimismo, la pérdida de competitividad-precio inducida por el movimiento en el TCEN provocará variaciones en la demanda exterior neta a través de sus efectos sobre el volumen de exportaciones e importaciones. En una segunda ronda, el menor empuje de la demanda final —ligada a las menores exportaciones— da lugar a una reducción de la inversión productiva de las empresas y del empleo, y, por tanto, de la renta disponible de los hogares y de su gasto. Por otro lado, las demandas salariales reaccionarán a los cambios en la situación económica provocando una moderación de los costes de producción,

que tenderán a contrarrestar, al menos en parte, los efectos sobre la actividad y a reforzar los efectos sobre precios.

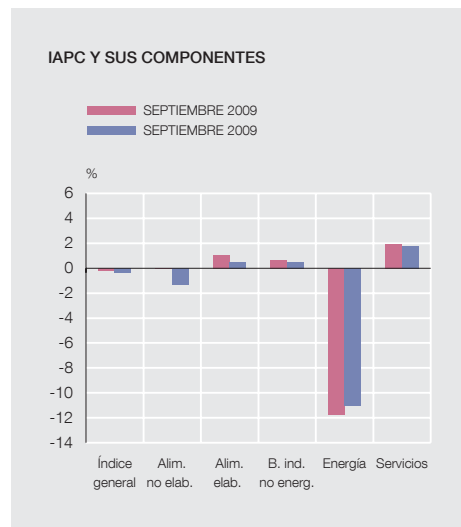
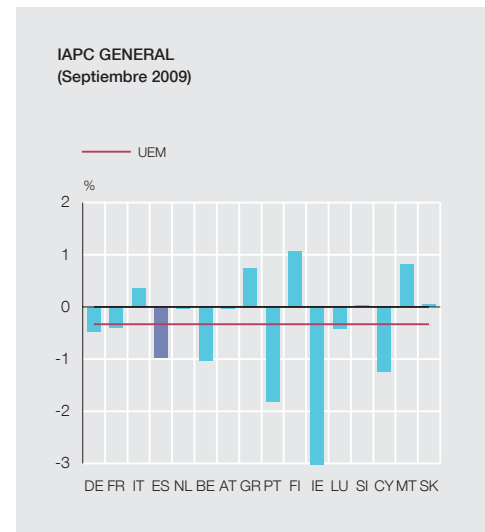
De acuerdo con los resultados de estos modelos, una apreciación permanente del 10% del TCEN del euro puede suponer una disminución de la tasa de expansión de la actividad que oscila entre 0,3 pp y 0,7 pp del PIB al cabo de un año, así como una reducción de la inflación, que, en términos del deflactor del consumo, se situaría entre 0,1 pp y 0,4 pp (véase gráfico 3). Además, se estima que la transmisión total a la economía del área se completaría en torno al tercer año, dando lugar, con respecto al escenario central, a una reducción acumulada del PIB de entre 0,7 pp y 1,3 pp, y del deflactor del consumo de entre 1,3 pp y 1,6 pp.

Como se anticipaba, la inflación en el conjunto del área del euro registró valores negativos a lo largo del tercer trimestre, como consecuencia de los efectos base derivados de los elevados precios de las materias primas del pasado año (véase gráfico 10). Por componentes, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados prolongó su tendencia descendente, al igual que la de los alimentos no elaborados, que alcanzó valores negativos. En cambio, la inflación de los bienes industriales no energéticos mostró una evolución estable a lo largo del trimestre. Así, la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, registró un comportamiento moderado, reduciéndose tan solo una décima entre julio y septiembre, hasta el 1,1%. Es previsible que, hacia finales de año, el progresivo desvanecimiento de los efectos base impulse la tasa de inflación hasta retomar valores positivos, que, no obstante, permanecerán moderados por un período prolongado de tiempo, en un contexto de relativa atonía de la demanda y de exceso de capacidad instalada. Por su parte, los precios industriales continuaron dibujando un perfil de intensa contracción, al registrar en agosto una disminución del -7,5%, aunque evidenciando el comienzo de un cambio de tendencia.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y julio de 2009, un déficit de 54,1 mm de euros (un 1% en términos del PIB), algo mayor que el déficit de 48,7 mm de euros (0,9% del PIB) del mismo período del año anterior. Esta evolución obedeció básicamente al empeoramiento de la balanza de servicios, que fue compensada solo parcialmente por la mejora de la de bienes, mientras que la balanza de renta y la de transferencias mantuvieron inalterados sus déficits. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y julio las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 42,1 mm de euros (inferior a los 131 mm que salieron en el mismo período del año anterior), mientras que en forma de inversión de cartera se registró una entrada neta de 250,4 mm de euros, 100 mm mayor que lo acumulado en el mismo período del año anterior. Con todo, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 154,2 mm de euros, en contraposición al déficit de 36 mm de euros observado entre enero y julio de 2008 (véase gráfico 11).

Los resultados disponibles sobre ejecución presupuestaria apuntan a un marcado deterioro de los saldos fiscales en 2009, superior al estimado por la Comisión Europea en las previsiones de primavera. Así, según recogen las cifras más recientes notificadas por los países en el

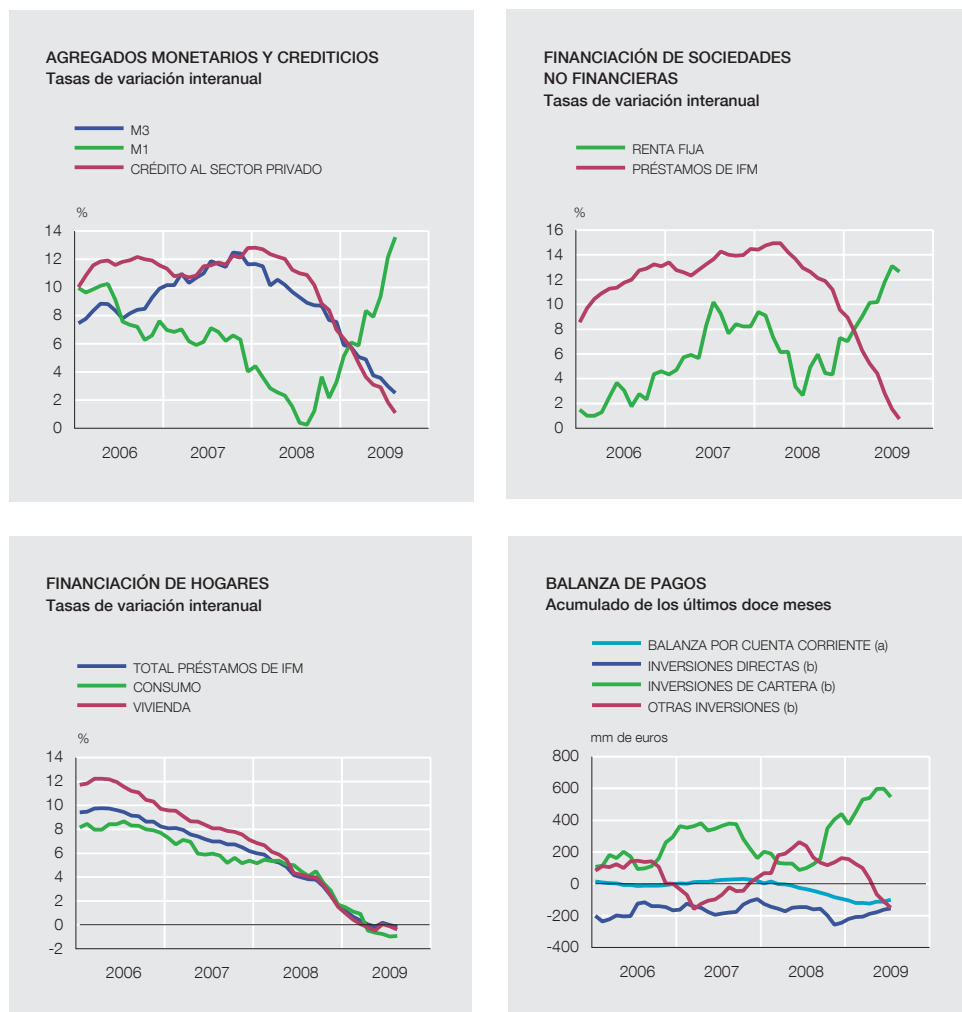




FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

marco del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), el déficit de las AAPP del área del euro se situaría en el 6,1% del PIB en 2009, frente al 1,9% del año anterior (véase cuadro 3). Para 2010 se espera un aumento adicional del déficit, hasta alcanzar el 6,6% del PIB. Este empeoramiento se debe tanto a factores transitorios relacionados con el impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas y a la progresiva implementación de las medidas discrecionales de estímulo fiscal (que se estiman próximas al 1,1% en el conjunto de 2009 y al 0,8% en 2010) como a factores de carácter más permanente, relacionados principalmente con la desaparición de los ingresos extraordinarios recaudados durante el último período de auge económico, y en particular de los ingresos ligados a la expansión inmobiliaria y financiera.

A nivel desagregado, la mayoría de los países del área del euro registrará en 2009 un déficit público superior al límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así, la Comisión Europea decidió el pasado 7 de octubre abrir el procedimiento de déficit excesivo a Austria, Bélgica, Alemania, Italia, Holanda, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia (además de a la República Checa), con lo que en la actualidad son solo Chipre, Luxemburgo y Finlandia los países del área que no tienen abierto este procedimiento.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

En este contexto, la deuda pública está registrando un aumento sustancial y se espera que en 2010 se sitúe en torno al 84% del PIB, frente al 69,4% de 2008. El marcado deterioro de las finanzas públicas, junto con los riesgos derivados de los pasivos contingentes adquiridos por las AAPP en el marco de los planes de rescate al sector bancario y los costes asociados al envejecimiento, evidencian el complejo equilibrio que ha de lograr la política fiscal para seguir contribuyendo a la estabilización de la actividad a corto plazo y, al mismo tiempo, preparar una estrategia de consolidación estructural a medio plazo que evite la incertidumbre sobre la sostenibilidad futura de la deuda. En este sentido, en la reunión del ECOFIN del 1 y 2 de octubre, los gobiernos se comprometieron a diseñar, en los programas de estabilidad que se presentarán a principios de 2010, estrategias de salida que comprendan la retirada de las medidas de estímulo de la demanda agregada cuando la recuperación económica se consolide. Debido al marcado retroceso de los saldos presupuestarios, se abogó por que los esfuerzos de consolidación fiscal deberían ser superiores al 0,5% del PIB anual establecido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sobre todo en aquellos países con mayores déficit y deuda pública.

**3.2 Evolución monetaria y financiera**

Durante el tercer trimestre, la situación financiera en la zona del euro, al igual que en el ámbito global, continuó mejorando, con un estrechamiento adicional en las primas de riesgo, una

% del PIB

	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
		PDE (c)	CE (b)	PDE (c)	CE (b)	FMI (d)
Bélgica	-0,2	-1,2	-4,5	-5,9	-6,1	-6,3
Alemania	0,2	0,0	-3,9	-3,7	-5,9	-4,6
Grecia	-3,7	-7,7	-5,1	-12,5	-5,7	-7,1
España	1,9	-4,1	-8,6	-9,5	-9,8	-12,5
Francia	-2,7	-3,4	-6,6	-8,2	-7,0	-7,1
Irlanda	0,3	-7,2	-12,0	-11,9	-15,6	-13,3
Italia	-1,5	-2,7	-4,5	-5,3	-4,8	-5,6
Luxemburgo	3,7	2,5	-1,5	-2,2	-2,8	-4,4
Holanda	0,2	0,7	-3,4	-4,8	-6,1	-5,7
Austria	-0,6	-0,4	-4,2	-3,9	-5,3	-5,6
Portugal	-2,6	-2,7	-6,5	-5,9	-6,7	-7,3
Eslovenia	0,0	-1,8	-5,5	-5,9	-6,5	-5,6
Finlandia	5,2	4,5	-0,8	-2,7	-2,9	-4,2
Malta	-2,2	-4,7	-3,6	-3,8	-3,2	-4,4
Chipre	3,4	0,9	-1,9	-2,9	-2,6	-6,3
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-4,7	-6,3	-5,4	-4,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta):						
Saldo primario	2,3	1,1	-2,3		-3,3	
Saldo total	-0,7	-1,9	-5,3	-6,0	-6,5	-6,6
Deuda pública	66,0	69,3	77,7	78,4	83,8	

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Previsiones de la Comisión Europea de abril de 2009.  
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2009.  
 d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2009.

fuerte revalorización de las cotizaciones bursátiles y una caída de la volatilidad tanto en los mercados de valores como de divisas. Esta progresiva normalización también se reflejó en el impulso de los mercados primarios de emisiones y en el menor recurso de los bancos a los avales estatales, al tiempo que comenzaron a anunciarse casos de reembolsos del capital público recibido en el período de mayor inestabilidad.

Por otra parte, se produjeron importantes avances hacia una nueva arquitectura supervisora en Europa, con la propuesta normativa de la Comisión Europea para la creación de dos órganos de supervisión. El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) se encargará de la vigilancia macroprudencial, es decir, de los riesgos con carácter sistémico, mientras que en el ámbito microprudencial la supervisión se reforzará con la red de autoridades supervisoras que constituye el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS).

La recuperación que experimentaron los mercados financieros desde marzo vino apoyada por las señales de que la situación macroeconómica habría comenzado a experimentar un giro en el ámbito global y estuvo sostenida por las actuaciones extraordinarias de los gobiernos y de las autoridades monetarias durante el último año. No obstante, además de la dependencia de las intervenciones públicas, la situación financiera se caracteriza todavía por una elevada incerti-

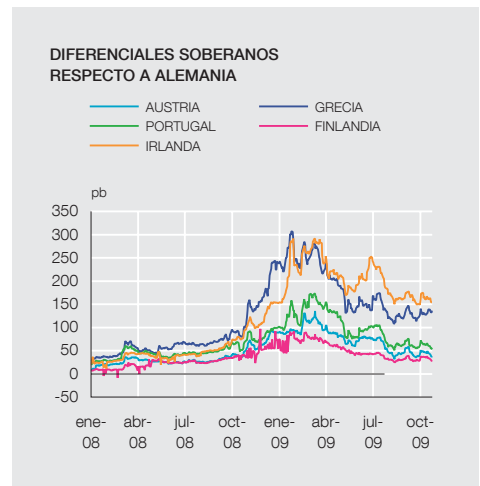
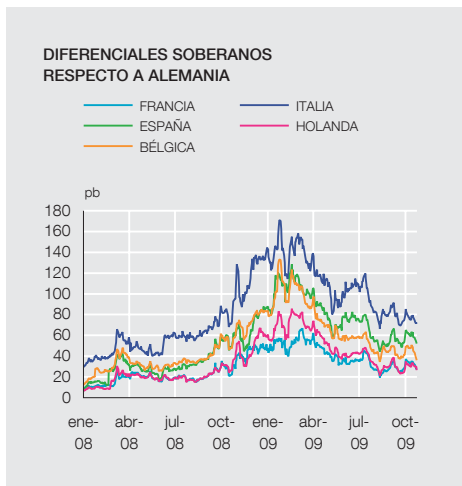
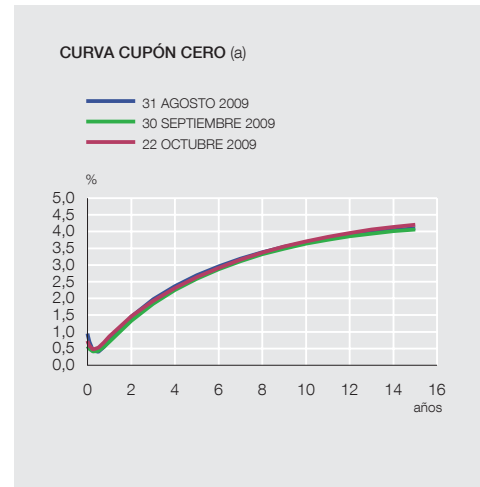
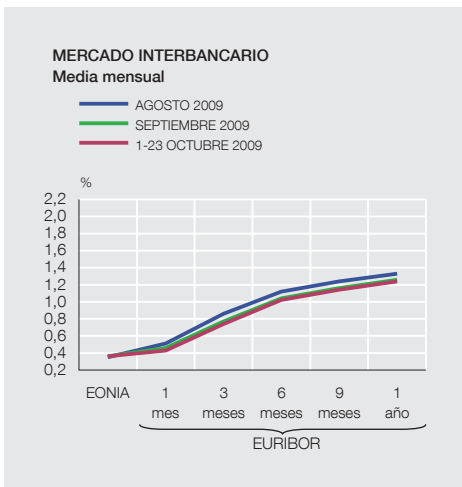
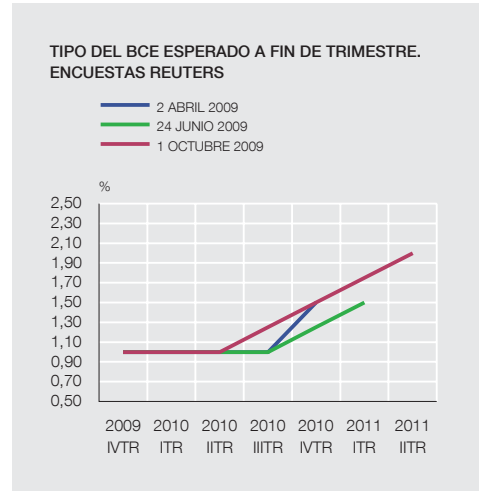
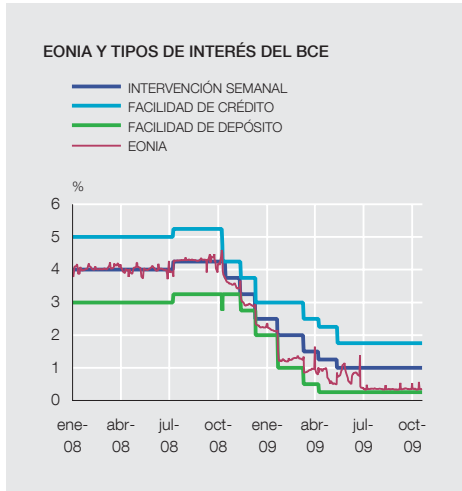
dumbre y encierra algunos elementos de fragilidad. Así, en primer lugar, el sistema bancario sigue sujeto a un proceso de reestructuración y desapalancamiento, y, como han revelado las estimaciones recientes del BCE o del FMI, continúa expuesto a elevadas pérdidas potenciales derivadas de la materialización del riesgo de crédito en sus activos. Además, los criterios de oferta de los préstamos siguieron siendo estrictos, lo que, junto con la atonía de la demanda, prolongó la desaceleración de la financiación al sector privado durante el verano.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo a lo largo del trimestre el tipo de las operaciones principales de financiación inalterado en el 1%, y los aplicados a las facilidades marginales de depósito y de crédito, en el 0,25% y en el 1,75%, respectivamente (véase gráfico 12). Esta decisión se tomó en un contexto de signos crecientes de estabilización económica, perspectivas de que en los próximos meses la tasa de inflación vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos y de anclaje firme de las expectativas de inflación en el medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo de política monetaria (tasas inferiores —aunque próximas— al 2%).

Además, el BCE continuó proporcionando un volumen de liquidez amplio, atendiendo toda la demanda de financiación en las operaciones semanales y en las de más largo plazo, incluyendo la segunda subasta de financiación a un año, que realizó a un tipo fijo del 1% a finales de septiembre. Por otro lado, el Eurosistema inició en julio el programa de compras de bonos garantizados —*covered bonds*— y a mediados de octubre ya se había efectuado más de un 30% de la cantidad objetivo (60 mm de euros hasta mediados de 2010). El impacto de esta iniciativa sobre el mercado de los *covered bonds* fue notable, tanto en términos de una reducción de las primas negociadas como por el aumento de las emisiones. Finalmente, en acuerdo con la Reserva Federal, el BCE decidió prorrogar las operaciones de liquidez en dólares (a 7 días) hasta enero de 2010 e interrumpir las operaciones a 84 días por su escasa demanda.

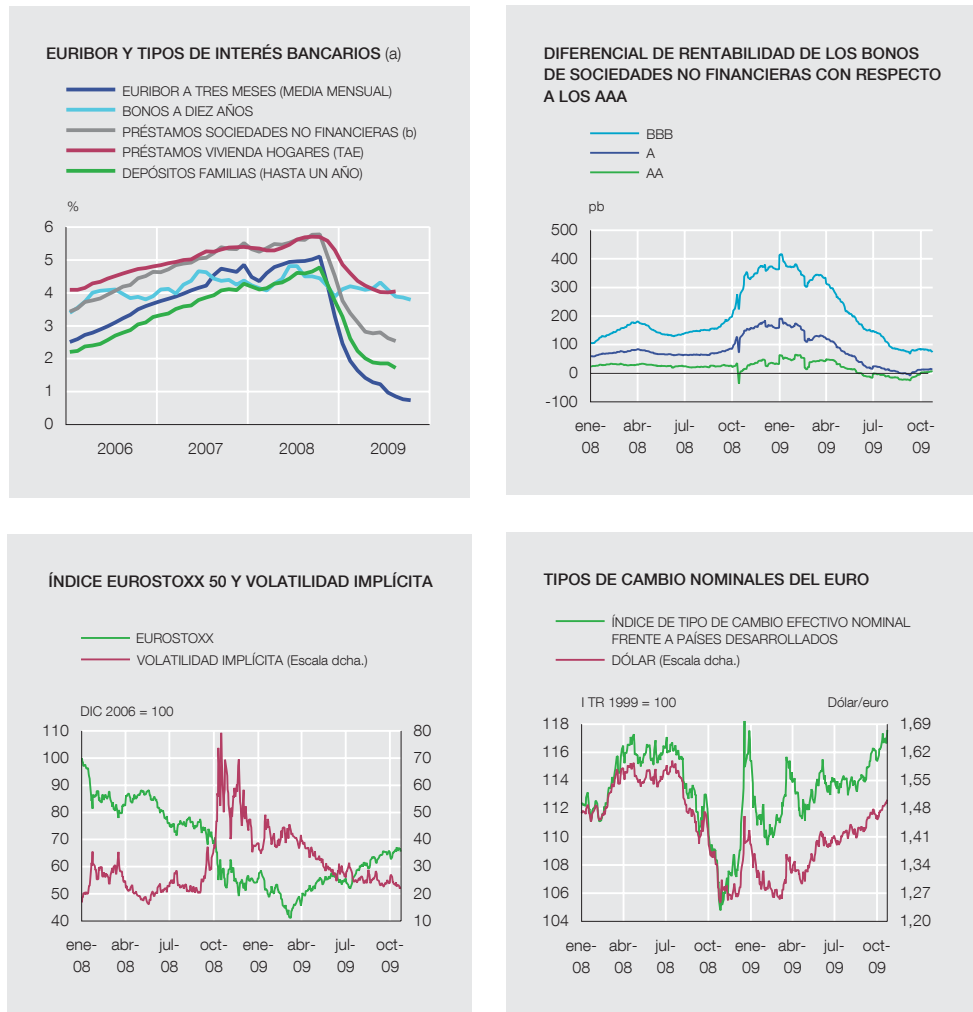
Los tipos de interés de los depósitos interbancarios siguieron reduciéndose en los últimos meses. Como reflejo de la situación de amplia liquidez, el tipo de mercado a un día (el EONIA) se situó muy por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación, en unos niveles medios cercanos al 0,35% desde julio. Las primas de riesgo —aproximadas como el diferencial entre el EURIBOR y los *repos* de igual plazo— siguieron cayendo, hasta alcanzar valores inferiores a los 40 pb en las operaciones a tres meses, y el EURIBOR se redujo hasta niveles mínimos próximos al 0,75% y al 1,25% en octubre para los depósitos a tres meses y a un año, respectivamente (véase gráfico 13). La caída acumulada en los tipos de interés continuó trasladándose al coste de los préstamos, si bien de una forma desigual, que refleja, en gran medida, las diferencias en el riesgo y en el plazo de fijación del tipo de interés de los contratos. Así, mientras que el coste de la financiación al consumo se mantuvo en niveles altos superiores al 7% en agosto, el de los préstamos a empresas por importe superior a un millón de euros se situó por debajo del 2,5%, lo que supone una reducción acumulada de casi 320 pb desde hace un año.

La financiación al sector privado continuó perdiendo pulso como consecuencia de una menor demanda, que refleja la atonía de la actividad económica y de la inversión, y también de unos criterios de concesión de préstamos más estrictos. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de octubre, los criterios de oferta durante el tercer trimestre no experimentaron cambios significativos, por lo que continuaron siendo estrictos. Por otra parte, de acuerdo con la primera encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las pymes, la disponibilidad de los créditos bancarios para este colectivo se deterioró durante el primer semestre de 2009, y en torno a un 17% de las pymes reveló que el acceso a la financiación constituía un problema. No obstante, la mayoría de las empresas encuestadas —en torno a un 77%— recibió el total o parte de los fondos solicitados, mientras que un 12% de las peticiones fue rechazado.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

En estas condiciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios se redujo hasta el 0,7% en agosto para las empresas no financieras y se mantuvo en registros próximos a cero en el caso de los hogares. Por destino, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo registraron ligeras caídas en términos interanuales. En el caso de las empresas, la desaceleración es general por plazo, pero los ritmos de crecimiento difieren sustancialmente, ya que los préstamos hasta un año cayeron a tasas interanuales cercanas al 9%, mientras que los de plazo superior presentaron avances positivos en torno al 4% interanual. Además, la notable ralentización que presentan los *overdrafts* de las empresas — asimilables a líneas de crédito en la mayoría de los países de la UEM— refleja el uso más intensivo que las empresas hicieron de esta fuente de financiación al inicio de la crisis para acomodar la pérdida de recursos internos y unas condiciones muy estrictas de oferta de nuevos préstamos. No obstante, la ralentización de los préstamos a empresas siguió compensándose, en parte, por un incremento de las emisiones de renta fija a largo plazo, cuyo saldo vivo creció por encima de un 20% en tasa interanual hasta agosto.

A pesar de la mayor estabilidad financiera y de los flujos de inversión hacia los activos con riesgo durante los últimos meses, la rentabilidad de la deuda pública en la UEM tendió a redu-

cirse, hasta unos niveles medios del 3,8% en los días transcurridos de octubre, desde el 4,3% en junio. Esta tendencia es similar a la que se observó en Estados Unidos, donde el tipo de los bonos soberanos a diez años se situó en octubre en torno a 40 pb por debajo del de la UEM. Los diferenciales de los distintos bonos soberanos dentro del área también se redujeron hasta agosto y posteriormente permanecieron relativamente estables.

La mejora de la confianza también se manifestó en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada, para empresas tanto financieras como no financieras. Asimismo, los diferenciales de riesgo en el mercado *covered bonds* siguieron reduciéndose, apoyados por el programa de compras del BCE.

La recuperación volvió a mostrarse con más intensidad en los mercados de renta variable internacionales, donde las cotizaciones prosiguieron con la tendencia alcista iniciada en marzo, que ha supuesto, en el caso del índice EUROSTOXX 50, una revalorización desde principio de año del 18% a la fecha de cierre de este artículo. Asimismo, el contexto de menor incertidumbre permitió que la volatilidad del mercado continuara cayendo (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, la volatilidad también siguió reduciéndose y el euro experimentó a partir de julio una apreciación notable con respecto al dólar y la libra esterlina, de un 3,6% y un 6,7%, respectivamente, en el tercer trimestre (véase gráfico 13). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, el euro volvió a alcanzar un nivel máximo en octubre, igualando los registros de mediados de 2008 (véase recuadro 3).

Finalmente, el agregado monetario M3 siguió perdiendo dinamismo hasta agosto y su crecimiento interanual se situó en el 2,5%. Los menores tipos de interés a corto plazo y la pendiente positiva de la curva de rendimientos siguieron impulsando salidas de inversión hacia instrumentos fuera de M3, lo que se reflejó en amortizaciones de depósitos a plazo y de valores negociables. Al mismo tiempo, la caída del coste de oportunidad apoyó también la sustitución de activos dentro de M3 y hacia M1 —efectivo y depósitos—, cuyo avance interanual superó el 13% en agosto.

## 4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2009 se ralentizó el ritmo de deterioro de la economía española, al registrar el PIB real una caída intertrimestral del 1,1% (frente al -1,6% de los tres primeros meses del año). Por el contrario, en términos interanuales, la disminución del producto se intensificó en 1 pp, hasta el -4,2%, como consecuencia del fuerte retroceso de la demanda nacional. En cambio, la aportación de la demanda exterior neta mejoró en 2 décimas, hasta 3,1 pp. Por el lado de la oferta, todas las ramas, excepto las primarias, registraron caídas más pronunciadas que en el primer trimestre, destacando la disminución interanual del 16,8% del valor añadido de la industria. La destrucción de empleo se intensificó, hasta una tasa del -7,1%, de modo que la productividad aparente mantuvo un elevado ritmo de crecimiento interanual (3,2%).

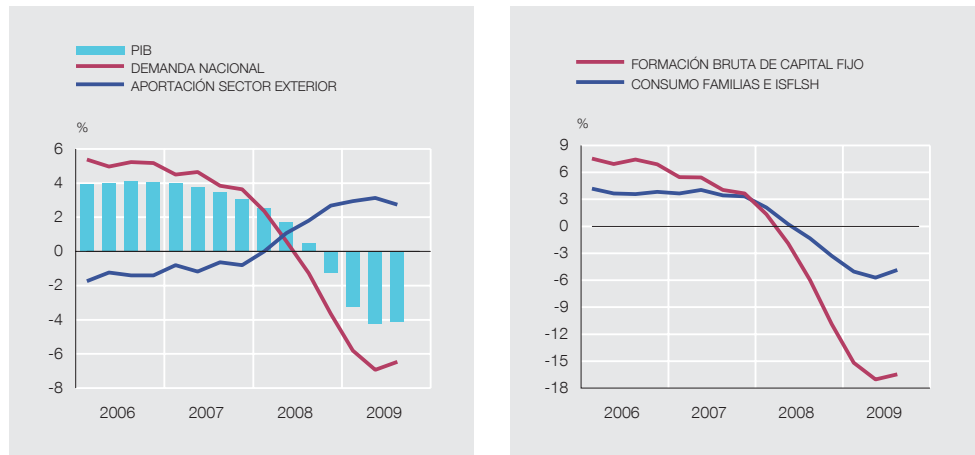
De acuerdo con la información coyuntural disponible, el descenso de la actividad en términos intertrimestrales siguió moderándose en el tercer trimestre. En concreto, se estima que la variación intertrimestral del PIB fue del -0,4% (frente al -1,1% del segundo trimestre), mientras que, en términos interanuales, la caída del producto fue del 4,1%, una décima menos acusada que la del período anterior (véase gráfico 14). Esta mejora del producto está ligada, en parte, a los efectos de algunas medidas públicas cuyo impacto es transitorio (como el Plan 2000E, que incentiva la compra de automóviles nuevos, y el Fondo Estatal de Inversión Local); dichas medidas se reflejaron en un retroceso menos pronunciado de la demanda nacional, hasta el 6,5% en términos interanuales. La contribución positiva del sector exterior continuó siendo elevada, aunque inferior a la del trimestre precedente, situándose en 2,7 pp.

También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes apuntan hacia una cierta ralentización del ritmo de disminución del producto en el tercer trimestre, así como a un menor retroceso del empleo, que, de acuerdo con las estimaciones realizadas, descendió un 7% en términos interanuales. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo intenso, en línea con el trimestre anterior. Esto permitió que la tasa de expansión de los costes laborales unitarios se mantuviera relativamente moderada, a pesar de que la remuneración por ocupado siguió experimentando un crecimiento elevado, muy superior al de la inflación. De este modo, en el tercer trimestre el ajuste del mercado de trabajo español continuó recayendo exclusivamente sobre el empleo, en vez de sobre los salarios, a diferencia de lo observado en otros países de nuestro entorno. Finalmente, el IPC siguió mostrando tasas de variación interanual negativas en el tercer trimestre, alcanzando en septiembre un valor del -1%. Cabe destacar la notable respuesta de la inflación a la debilidad de la demanda, que condujo a que el crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se situara, al final del trimestre, en el 0,1%, que es la tasa más reducida de su serie histórica.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2009 se prolongó la debilidad del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH observada en los trimestres previos, si bien los indicadores apuntan de forma inequívoca a una menor intensidad de la caída (véase gráfico 15). Entre los indicadores de opinión, tanto la confianza de los consumidores como la de los comerciantes minoristas mejoraron por término medio en el tercer trimestre con respecto al segundo, si bien la evolución más reciente apunta en ambos casos a un cierto estancamiento en niveles reducidos, alejados aún de sus medias históricas. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el índice del comercio al por menor real y las ventas interiores de grandes empresas en bienes y servicios destinados al consumo que proporciona la Agencia Tributaria experimentaron menores descensos interanuales en la media de julio y agosto. Por último, en los meses de verano repunta-

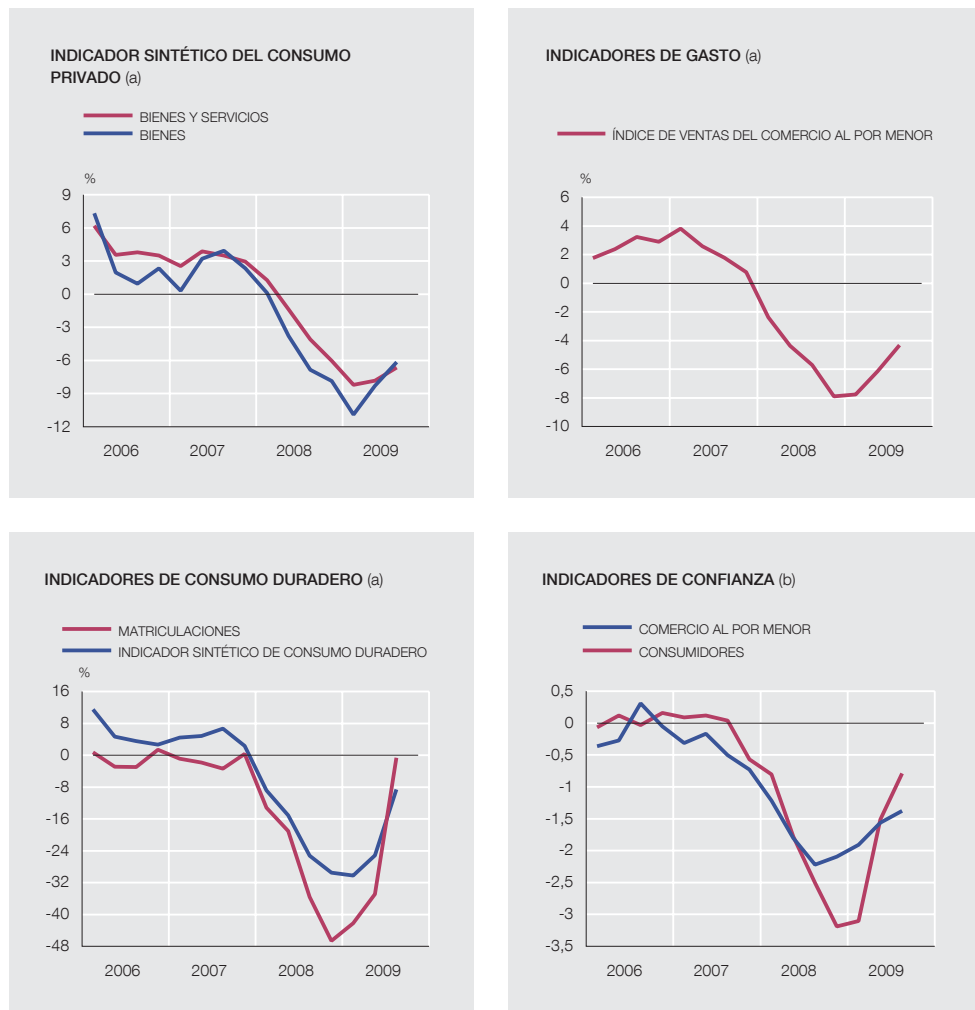




FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

ron las matriculaciones de automóviles, hasta el 18% en tasa interanual en septiembre, evolución muy ligada al impulso proporcionado por el Plan 2000E.

La persistente debilidad del consumo de los hogares se explica, sobre todo, por la incertidumbre derivada del marcado deterioro del mercado de trabajo, por el impacto negativo del proceso de destrucción del empleo sobre las rentas salariales y, en menor grado, por el mantenimiento de criterios y condiciones restrictivos en la concesión de créditos, y por los efectos negativos de la tendencia descendente del precio de la vivienda sobre la riqueza inmobiliaria de las familias. Estos elementos han prevalecido sobre otros cuya evolución está siendo más favorable, como las bajas tasas de inflación, la moderación de los tipos de interés del crédito, el efecto positivo sobre la renta disponible de las transferencias netas de las Administraciones Públicas (AAPP) y el aumento de la riqueza financiera, que se vio favorecido en el tercer trimestre por la continuidad de la fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles ya observada en el trimestre anterior. La incertidumbre de los hogares acerca de la evolución futura de sus rentas —marcada por la elevada destrucción de empleo— y del valor de su riqueza neta se tradujo, de acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, correspondientes al segundo trimestre de 2009, en un intenso aumento de su tasa de ahorro, hasta alcanzar, en datos acumulados de cuatro trimestres, el 17,5% de su renta disponible, lo que marca un máximo histórico y es 2,8 pp mayor que la tasa registrada en el primer trimestre de este año. En el recuadro 4 se analizan con más detalle los determinantes de este acusado incremento de la tasa de ahorro.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP experimentó una notable desaceleración en tasa interanual en el tercer trimestre, según se desprende de la información sobre los gastos de personal y compras netas que ofrece la ejecución del presupuesto del Estado.

En el tercer trimestre de 2009, la inversión en equipo siguió cayendo intensamente, aunque probablemente no experimentó un deterioro adicional en términos interanuales. Entre la información coyuntural existente, las disponibilidades de bienes de equipo, con datos aún muy incompletos, y las matriculaciones de vehículos de carga (disponibles hasta septiembre) siguieron registrando fuertes contracciones, si bien el ritmo de caída de esta última variable se aminoró sustancialmente con respecto a los trimestres anteriores (véase gráfico 16). Por su parte, la confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como, en particular, en la que produce este tipo de bienes, mostró un comportamiento más favorable en este período, mientras que la percepción sobre la cartera de pedidos no varió sustancialmente. El pronunciado descenso de la demanda nacional y la todavía débil demanda exterior, junto con el mantenimiento de condiciones restrictivas de acceso al crédito bancario y la incertidumbre sobre el inicio de una recuperación sostenida, continuaron frenando la puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, sin que estos elementos pudieran ser contrarrestados por la disminución de los tipos de interés del crédito. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial dio lugar, en el segundo trimestre, a una reducción de la necesidad de financiación del sector, hasta situarse en el 5,2% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, 1,5 pp menos que en los tres primeros meses del año. A este resultado también contribuyó, aunque en menor medida, el aumento del ahorro empresarial, gracias al descenso de los pagos por intereses e impuestos, que compensó holgadamente el menor crecimiento del excedente de explotación.

De acuerdo con la información existente, en el tercer trimestre el ritmo de descenso de la inversión en construcciones se estabilizó en términos interanuales, aunque en cotas muy negativas (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos in-

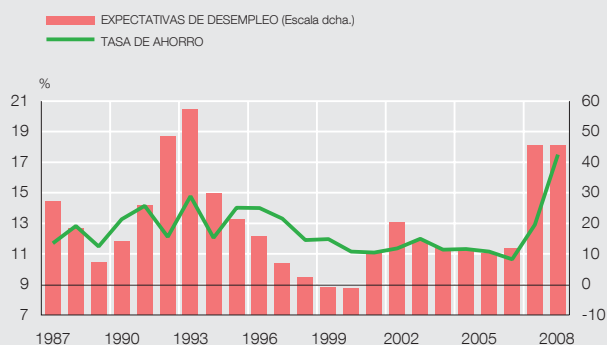
En la actual fase recesiva de la economía española se ha producido un fuerte descenso del consumo de las familias, que ha superado en intensidad al ajuste de su renta disponible, de tal forma que la tasa de ahorro ha experimentado un notable incremento. En términos de períodos móviles de cuatro trimestres, la tasa de ahorro se situó en el 17,5% en el segundo trimestre de 2009, casi 7 pp superior al nivel registrado en 2007 y también por encima de los valores observados en la crisis de los primeros años noventa (véase gráfico 1). Aunque la tasa de ahorro de los hogares suele incrementarse en España en las etapas de debilidad de la actividad económica, el aumento experimentado en la actualidad es mucho más sustancial que el de otros períodos, como 1991-1993 y 2002-2003.

Los factores que determinan potencialmente la evolución de la tasa de ahorro son diversos. En la medida en que las familias intentan suavizar su nivel de consumo a lo largo de su vida, los cambios en su renta corriente que se perciben como transitorios pueden no reflejarse en el gasto y conducir, por tanto, a variaciones del ahorro, con incrementos de esta variable en los períodos en que las rentas corrientes son más altas, y viceversa. Sin embargo, si esos cambios en la renta se juzgan como permanentes, es probable que las familias ajusten en mayor medida el consumo. Esta misma pauta puede ocurrir

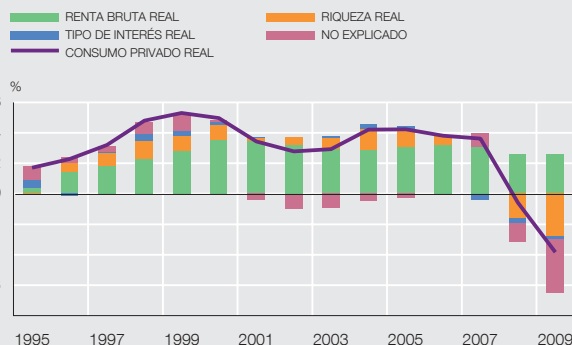
cuando existe incertidumbre sobre su evolución futura, dando lugar a un aumento del ahorro por motivo de precaución cuando las perspectivas económicas se deterioran. Asimismo, las variaciones en el valor de la riqueza (real o financiera) en poder de las familias afectarán a los recursos con los que pueden contar a medio y largo plazo, por lo que también pueden provocar un ajuste del consumo y cambios en la tasa de ahorro (*efecto riqueza*). Otras variables, como los tipos de interés reales, también afectan al consumo, pues tipos más altos abaratan en términos relativos el consumo futuro (*efecto de sustitución intertemporal*), lo que elevará la tasa de ahorro. Adicionalmente, cuando tiene lugar un endurecimiento de las condiciones bajo las cuales las entidades financieras conceden crédito a los hogares, algunos de ellos no pueden financiar su consumo presente mediante el recurso al crédito —o, en otras palabras, mediante una tasa de ahorro negativa— y se ven forzadas a aumentar esa tasa.

Estos argumentos ayudan a entender el aumento del ahorro observado en España en la actual recesión, si bien resulta difícil evaluar la importancia relativa de cada uno de ellos. El modelo macroeconómico del Banco de España (MTBE) pone de manifiesto que el retroceso del consumo en 2008 y, sobre todo, en 2009 habría ido más allá de lo que determina la evolución reciente de la renta corriente y del

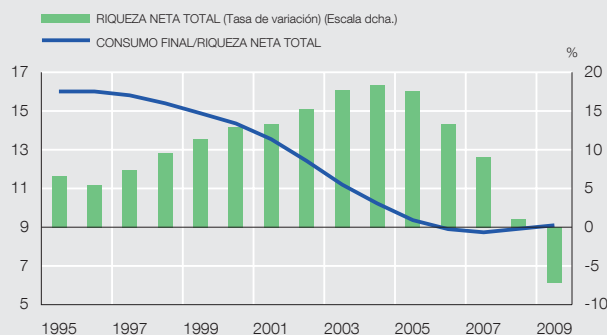
1 TASA DE AHORRO



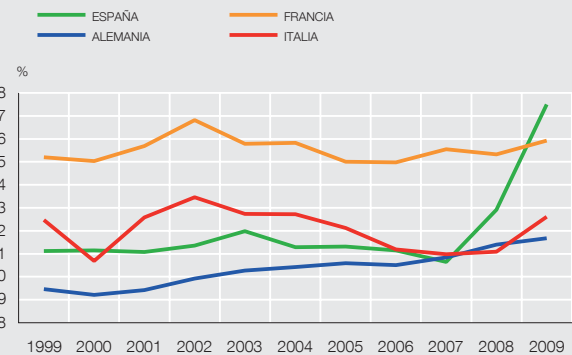
2 CONSUMO PRIVADO. APORTACIONES AL CRECIMIENTO REAL (a)



3 CONSUMO Y RIQUEZA



4 TASA DE AHORRO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). En 2009, aportaciones al crecimiento anual acumulado hasta el segundo trimestre.  
 b. En 2009, en el caso de España se representa la tasa de ahorro de un período móvil de cuatro trimestres que finaliza en el segundo trimestre de dicho año. Para el resto de países, corresponde al dato del primer trimestre de 2009.

tipo de interés real, y el descenso de la riqueza de los hogares españoles (véanse gráfico 2 y 3). En concreto, estos factores solo explicarían en torno a la mitad del incremento que ha tenido lugar en la tasa de ahorro entre 2007 y el segundo trimestre de 2009. Entre los elementos que pueden explicar este mayor incremento del ahorro se encuentran las perspectivas de crecimiento de la renta familiar —afectadas negativamente por el intenso deterioro del mercado de trabajo—, el contexto de mayor incertidumbre en el que los consumidores tienen que adoptar sus decisiones —que se habría elevado ostensiblemente a raíz de la crisis financiera y económica—, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria a través de mecanismos distintos del precio, y el posible comportamiento parcialmente ricardiano de los agentes, ante el empeoramiento de las finanzas públicas.

Estos factores —y, de forma muy especial, la situación de debilidad del mercado laboral— podrían estar desempeñando un papel muy relevante a la hora de explicar la trayectoria reciente de la tasa de ahorro en España. El hecho de que España sea el país con un mayor

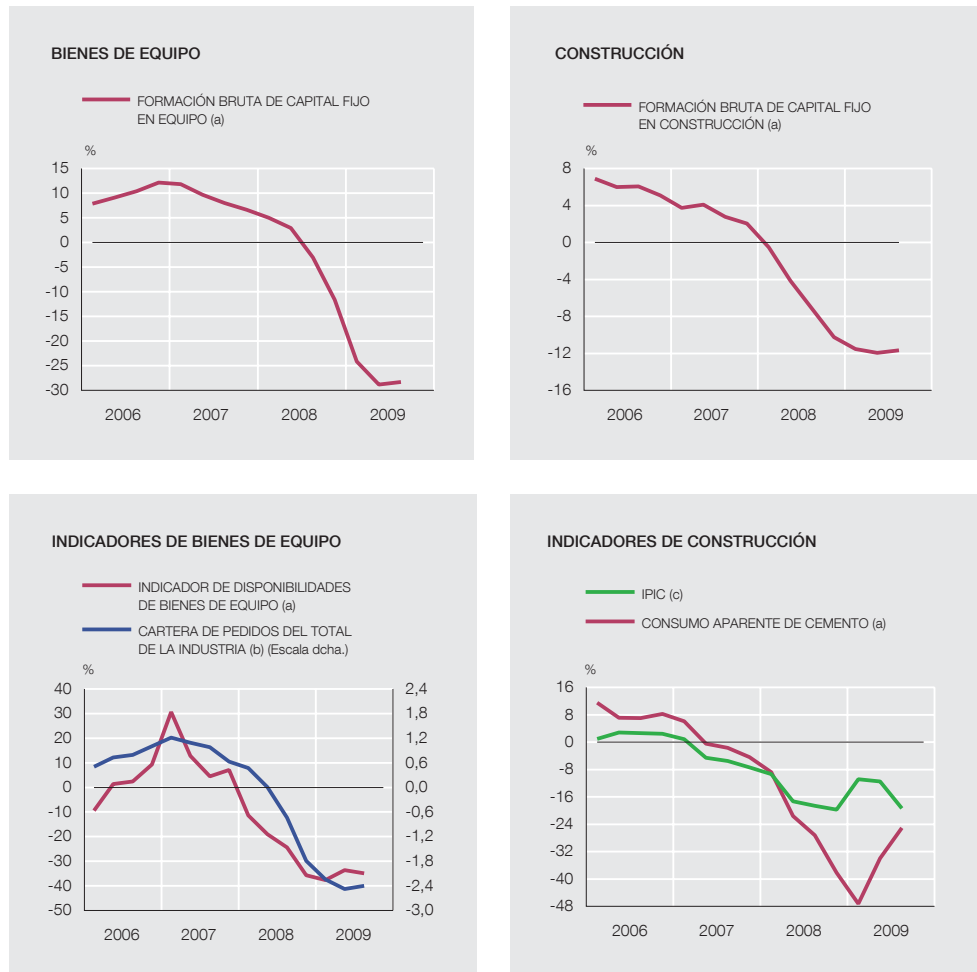
aumento de la tasa de paro y aquel cuya tasa de ahorro ha experimentado un mayor ascenso entre los países del área del euro subraya la relevancia de las perspectivas de empleo y su impacto sobre la incertidumbre que rodea las decisiones de los consumidores como factores explicativos del comportamiento de esa variable (véase gráfico 4).

A medio plazo cabría esperar un descenso del ahorro por motivo de precaución hacia cotas más moderadas, aunque posiblemente en los próximos años, al contrario de lo que ha pasado en la fase de expansión, la tasa de ahorro se mantendrá en unos niveles superiores a su media histórica. No obstante, de cara a 2010, la interpretación de la evolución de la tasa de ahorro podría verse oscurecida por la subida del IVA en julio de ese año, pues no se puede descartar que este cambio impositivo pudiera conducir a la anticipación de un cierto volumen de gasto en bienes duraderos en la primera mitad del año y, por tanto, a una disminución de la tasa de ahorro. No obstante, este efecto se vería contrarrestado por otro de signo opuesto en el segundo semestre.

termedios (como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción), disponibles hasta agosto, y al empleo (afiliados y paro), con información hasta septiembre, presentaron caídas interanuales más moderadas que las de los trimestres previos. Adicionalmente, la encuesta de confianza de los empresarios de la construcción mostró, en los meses de verano, una mejora en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector.

La trayectoria menos desfavorable del conjunto del sector vino explicada por el repunte de las construcciones no residenciales, en particular, en su componente de obra civil, cuya revitalización fue el resultado de la ejecución de proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local. Este factor estaría compensando el deterioro adicional de la inversión en edificación residencial, que se habría reducido a un ritmo superior al observado en el trimestre precedente, como consecuencia del descenso en el saldo de viviendas en construcción, toda vez que el número de unidades finalizadas ha continuado superando al de las iniciaciones (medidas por las cifras de visados de obra nueva). Por el lado de la demanda de viviendas, durante los últimos meses se ha apreciado una moderación en el ritmo de descenso de las compraventas, de acuerdo con la Estadística de Transmisión de Derechos Patrimoniales y con el número de nuevas hipotecas constituidas. Esta evolución algo más favorable podría estar vinculada con la mejora de los indicadores de accesibilidad —medida a través del nivel de las cuotas que se tienen que pagar durante el año posterior a la compra—, que, a su vez, se explica por los descensos de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. No obstante, como en trimestres anteriores, subsisten importantes factores que actúan como freno de la demanda de vivienda, tales como la incertidumbre sobre las rentas laborales de los hogares generada por el aumento de la tasa de paro. Finalmente, también los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una apreciable pérdida de tono.

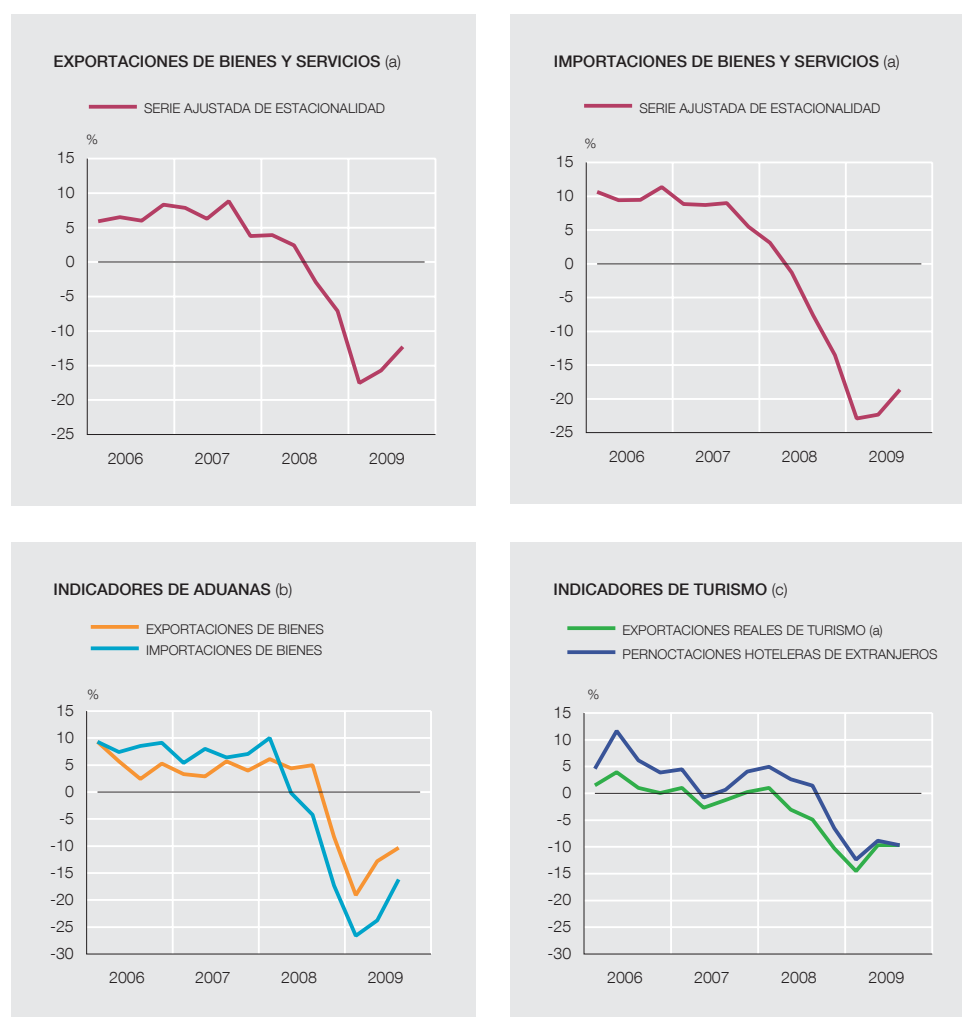
Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el tercer trimestre de 2009 la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado siendo elevada, aunque inferior a la observada en el se-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción (Eurostat). Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

gundo trimestre. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que tanto las exportaciones como, sobre todo, las importaciones continuaron registrando notables retrocesos interanuales (véase gráfico 17). No obstante, el ritmo de descenso interanual de ambos flujos se frenó, de modo que, en términos intertrimestrales, las exportaciones registraron, como el trimestre anterior, una tasa positiva, y las importaciones se estabilizaron, tras las fuertes caídas de los últimos trimestres. Esta recuperación de los intercambios está en línea con el contexto internacional menos desfavorable, que se refleja en el retorno a tasas de crecimiento positivas de algunos de nuestros principales socios comerciales, y con la evolución menos negativa de la demanda nacional y de la producción industrial en España. Como se analiza con detalle en el recuadro 5, el ajuste de las importaciones ha sido mucho más significativo que el de las ventas al exterior, lo que ha permitido reducir el déficit comercial sustancialmente. En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, la información hasta agosto señala que tanto la depreciación del euro —medida en términos interanuales— como la reducción de los precios relativos permitieron un comportamiento favorable de los índices de competitividad-precio de España frente a los países desarrollados en comparación con los observados en iguales fechas del ejercicio anterior.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

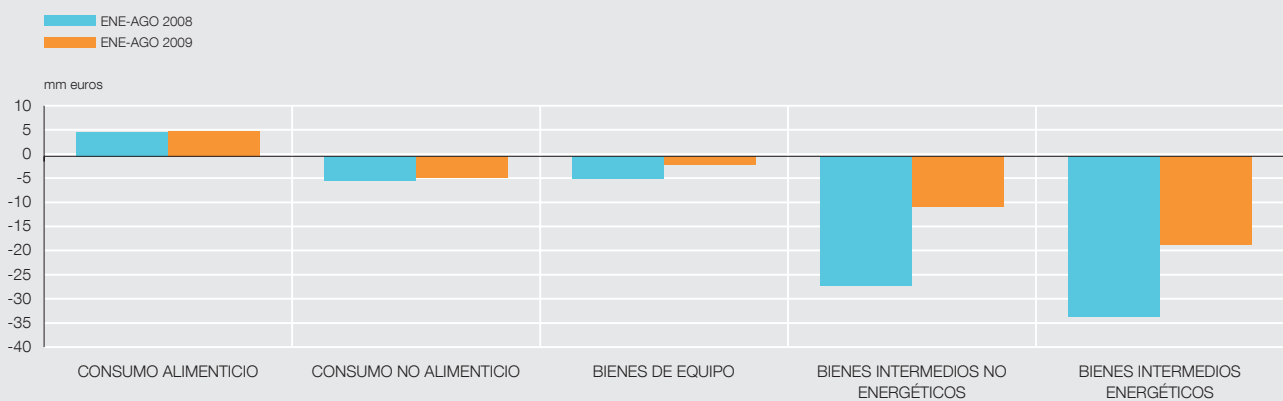
De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes disminuyeron un 8,1% en el promedio de julio y agosto, en tasa interanual, aminorando significativamente el ritmo de caída del segundo trimestre (-14,7%). En el conjunto de los ocho primeros meses del año, no obstante, las ventas exteriores acumulan un notable retroceso, del -14,4%, con descensos generalizados de los principales grupos de productos, especialmente intensos en las exportaciones de bienes de consumo duradero, productos intermedios y bienes de equipo. En los últimos meses, las exportaciones de automóviles han aminorado el intenso ritmo de deterioro de principios de año gracias a la recuperación que ha experimentado la demanda europea de automóviles —fruto de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos que se han implementado en algunos de los principales países europeos—. Por otro lado, las exportaciones de alimentos mantienen caídas más moderadas hasta agosto (del -1,9%), al tiempo que ciertas manufacturas de consumo, como el textil, han acrecentado sus tasas positivas durante el período. Por áreas geográficas, en los últimos meses las exportaciones comunitarias han frenado su ritmo de deterioro notablemente, en consonancia con la incipiente recuperación que han mostrado las principales economías de esta zona. A tenor de

Desde finales de 2008, el elevado déficit comercial que la economía española había acumulado en los últimos años viene experimentando una corrección rápida y significativa. Según los datos de Aduanas, en los ocho primeros meses de 2009 el déficit acumulado fue un 52% inferior al registrado en el mismo período del año anterior. Este descenso reflejó, en un primer momento, la significativa caída de las importaciones españolas de bienes, y se acentuó, posteriormente, por la mejora de la relación real de intercambio, concretamente, por el abaratamiento del crudo y la apreciación del euro. A estos dos efectos se ha unido en los últimos meses una mejor evolución de las exportaciones, en particular, de las dirigidas a la zona del euro. Un análisis desagregado de la evolución del saldo comercial puede ayudar a identificar en qué tipo de bienes o frente a qué países se ha materializado el descenso del déficit, lo que también puede dar alguna señal sobre el carácter más o menos permanente de esa corrección.

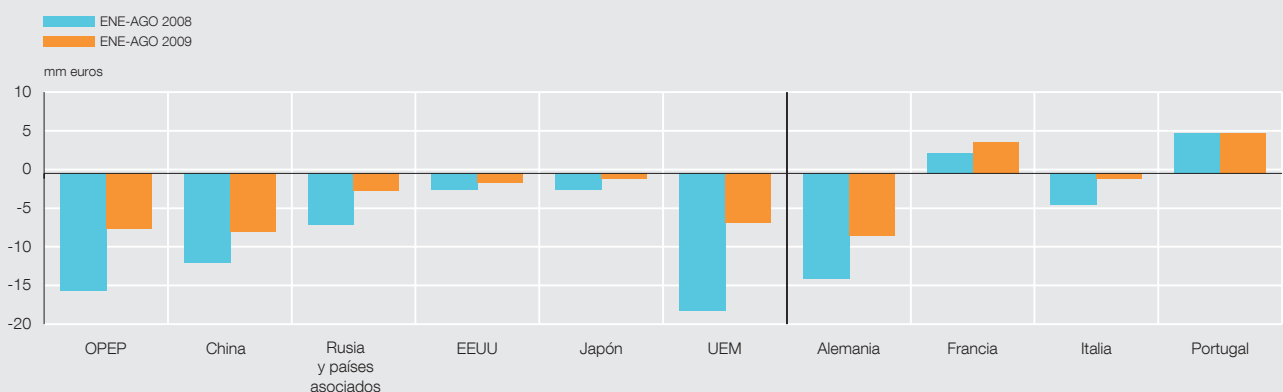
Entre los grandes tipos de productos, la economía española solo ha sido tradicionalmente superavitaria en los intercambios de alimentos y de automóviles, mientras que ha sido deficitaria tanto en las transacciones del resto de bienes de consumo y de equipo como, sobre todo, en las de bienes intermedios, cuyo saldo representaba en 2008

casi el 90% del déficit comercial. Los datos del comercio en el período enero-agosto de 2009 señalan que ha sido precisamente en estos bienes intermedios donde se ha concentrado el descenso del déficit comercial. El déficit energético se redujo casi a la mitad en ese período, y el de bienes intermedios no energéticos descendió un 60%. En el resto de bienes las variaciones han sido favorables, pero de menor magnitud: el superávit en alimentos —cuya demanda está menos expuesta a la situación cíclica de la economía— se amplió ligeramente, mientras que el déficit en bienes de consumo no alimenticio se corrigió levemente, y, algo más, el déficit en bienes de equipo (véase gráfico 1). Estos resultados reflejan tanto el descenso de las compras de *inputs* importados, en un contexto de fuerte contracción de la inversión y de la actividad industrial, y de debilidad del consumo privado en España, como el impacto del abaratamiento del petróleo y del resto de materias primas. Concretamente, según el índice de producción industrial, los sectores de construcción de maquinaria y equipo mecánico, de material y equipo eléctrico y electrónico, así como el de fabricación de material de transporte, todos ellos con un elevado contenido importador, registraron descensos próximos al 30% interanual en España en los primeros ocho meses de 2009. En el caso del comercio de bienes de consumo no alimenticios, debe

1 SALDO COMERCIAL POR TIPOS DE PRODUCTOS: NIVELES EN MM DE EUROS



2 SALDO COMERCIAL POR ÁREAS GEOGRÁFICAS: NIVELES EN MM DE EUROS



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

destacarse que el dato acumulado del año oculta la reducción del saldo negativo en el componente de bienes duraderos en los meses más recientes, debido, sobre todo, a la recuperación de las exportaciones de automóviles hacia la zona del euro, muy vinculada a los paquetes de ayuda directa para la compra de vehículos aprobados por diversos Gobiernos europeos.

En la desagregación por áreas geográficas, también España ha venido mostrando tradicionalmente un saldo negativo frente a la mayoría de los países, siendo Portugal, el Reino Unido y, en los últimos años, Francia las principales excepciones. Dada la evolución descrita del saldo comercial por tipo de bienes, no es de extrañar que el descenso del desequilibrio comercial haya sido especialmente significativo en el caso de los países exportadores de crudo, como es el caso de Rusia —nuestro principal proveedor— y de los países de la OPEP (véase gráfico 2). Estos países explicarían en torno a un 35% de la corrección total del déficit comercial. En segundo lugar, y en línea con el notable descenso de la inversión en equipo y de la actividad industrial, el déficit comercial con China se redujo sustancialmente (lo que explica el 11% del ajuste total). También fue importante la reducción del saldo negativo con Latinoamérica.

Entre los países más industrializados destaca la disminución del déficit con la zona del euro, que supuso casi una tercera parte de la

corrección en los ocho primeros meses de 2009, y, en menor medida, del déficit que España mantiene con Japón y con Estados Unidos. En el caso del comercio con los países de la zona del euro, el mayor descenso de las importaciones —en particular, de bienes intermedios industriales y de bienes de equipo— en relación con el registrado por las exportaciones en dicho período explica la reducción observada del déficit comercial. A esta corrección contribuyeron, sobre todo, las transacciones de bienes con Alemania, Italia y Francia, mientras que el superávit con Portugal se mantuvo prácticamente estable.

Hasta ahora, la corrección del saldo comercial se ha apoyado, sobre todo, en la debilidad de las importaciones, en un contexto de gran atonía de la demanda, y en el abaratamiento de las materias primas, por lo que, para lograr afianzar un saldo comercial más moderado de forma permanente, sería necesario que las exportaciones adquirieran un mayor protagonismo. En este sentido, las previsiones de crecimiento publicadas por la mayoría de los organismos internacionales apuntan hacia una recuperación del comercio mundial más rápida que la prevista para España. Por esto, las exportaciones españolas deberían aprovechar esa mejora de los mercados internacionales para consolidar e incrementar sus posiciones, lo que permitiría seguir avanzando en el descenso del déficit comercial y aumentaría la aportación de la demanda exterior al crecimiento de la actividad.

la información más desagregada, para la que solo están disponibles los datos nominales, en el conjunto de los ocho primeros meses de 2009 destacan por su magnitud los retrocesos especialmente acusados de las ventas a Rusia y el Reino Unido, mientras que las exportaciones a los países de la OPEP se estancaron.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta julio, apunta hacia una ligera ralentización de su ritmo de caída en términos nominales. Por el contrario, de acuerdo con EGATUR, el gasto nominal de los visitantes extranjeros descendió un 7% en el conjunto de julio y agosto, frente al -5,3% del segundo trimestre. En el tercer trimestre, que es el de mayor afluencia turística, las entradas de turistas extranjeros moderaron su caída en torno a 0,4 pp, hasta el -7,8%, gracias a la evolución más favorable de los procedentes de Francia, mientras que el resto de nuestros principales mercados emisores continuaron debilitándose. En particular, la desagregación por países de origen muestra un descenso especialmente acusado en el caso del Reino Unido —nuestro principal mercado emisor—, debido tanto a la recesión económica que sufre el país como a la depreciación de la libra frente al euro. La disminución en el número de pernoctaciones hoteleras efectuadas por los viajeros extranjeros se intensificó en este trimestre, hasta el -9,5%, caída que supera en 1,6 pp a la observada en el segundo trimestre. En el conjunto de los nueve primeros meses del año, tanto las entradas de turistas como sus pernoctaciones hoteleras acumulan descensos en torno al 10%. Finalmente, los datos de Balanza de Pagos referidos a julio apuntan a una continuación de la elevada tasa de caída de las exportaciones reales de servicios no turísticos en el tercer trimestre, a pesar de la evolución menos desfavorable a nivel mundial del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.



En la vertiente importadora, con la información más reciente se estima que las importaciones reales de bienes frenaron su caída en el tercer trimestre de 2009. En este sentido, de acuerdo con Aduanas, las compras de bienes al exterior cayeron un 15,8% en el promedio de julio y agosto, claramente por debajo del descenso del 25,7% que registraron en el promedio del segundo trimestre. En el período comprendido entre enero y agosto, las importaciones reales de bienes descendieron un 23,4% interanual, acusando la evolución negativa de la demanda nacional y de las exportaciones. Por grupos de productos, los mayores ajustes recayeron en las compras exteriores de bienes de equipo, bienes intermedios no energéticos y bienes de consumo duradero. No obstante, los datos de julio y agosto han reflejado una clara reducción del ritmo de deterioro de las compras de bienes duraderos, así como de las importaciones de productos intermedios para la industria química, la fabricación de material de transporte y la industria textil.

Por último, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos de julio, las importaciones reales de servicios habrían atenuado algo su ritmo de descenso en el tercer trimestre, debido al componente de pagos por turismo, mientras que los pagos por servicios no turísticos mantienen caídas similares a las del segundo trimestre.

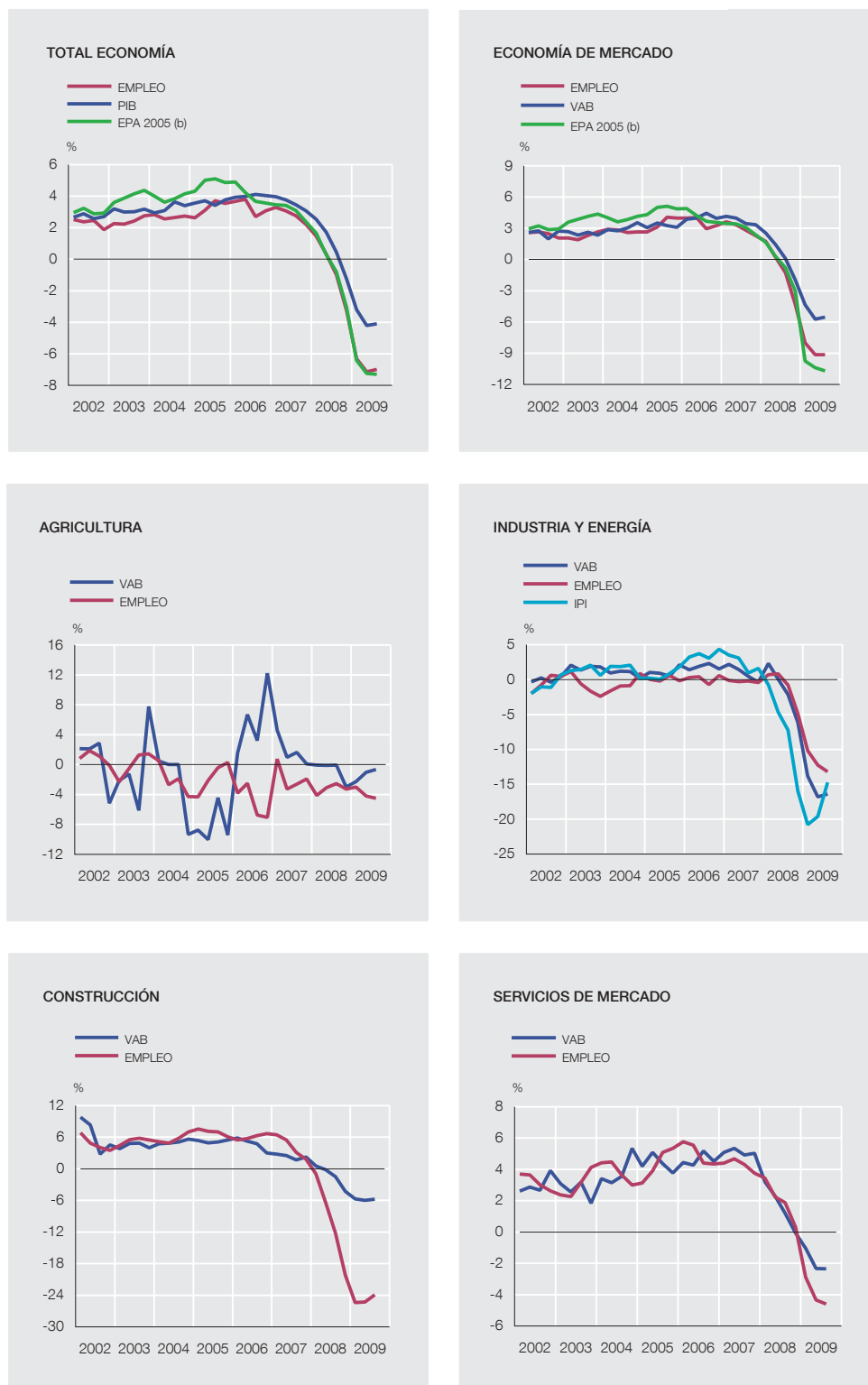
## **4.2 Producción y empleo**

En el tercer trimestre, el ritmo de caída interanual del valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado continuó siendo muy elevado, aunque probablemente menos acusado que el observado en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el retroceso fue menos acusado por segundo trimestre consecutivo, tras el mínimo alcanzado en los tres primeros meses del año. Este comportamiento fue compartido, a grandes rasgos, por las principales ramas productivas (véase gráfico 18).

En concreto, en el tercer trimestre se espera una continuación de la caída, en términos interanuales, del valor añadido de la industria, aunque a un ritmo algo menor que el registrado en el segundo, a tenor de la información coyuntural disponible. Así, el índice de producción industrial (IPI) se contrajo en el conjunto de los meses de julio y agosto a una tasa inferior a la del período abril-junio. Esta ligera mejoría fue generalizada por tipos de productos, con la excepción de los bienes de consumo no alimenticio, que, no obstante, fueron los que experimentaron una menor caída. Entre los indicadores procedentes del mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social mostró disminuciones similares a las del período anterior. Por su parte, los principales indicadores de opinión del sector, como el de los directores de compras del sector manufacturero y el índice de clima industrial, continuaron mostrando signos de mejora, alejándose progresivamente de los mínimos alcanzados al inicio del año.

Por lo que se refiere al sector de servicios de mercado, la última información coyuntural disponible apunta a una caída interanual durante el tercer trimestre de 2009 de magnitud similar a la del segundo. Entre los indicadores cuantitativos, la cifra de negocios continuó aminorando su ritmo de descenso en julio, al tiempo que las ventas de servicios de las grandes empresas registraron, en términos reales y corregidos de calendario, un descenso del 11,4% en el promedio de julio y agosto, caída 2 pp inferior a la del trimestre anterior. Por lo que respecta a los indicadores de opinión, la confianza de los servicios mejoró en el conjunto del trimestre, y también lo hicieron, aunque de forma más tímida, la confianza del comercio al por menor y el indicador PMI, cuyo nivel permanece todavía en terreno recesivo. Por su parte, los indicadores de empleo siguieron mostrando una notable debilidad, con caídas interanuales en la afiliación media del sector similares a las del segundo trimestre.

En cuanto al mercado laboral, la información disponible hasta el mes de septiembre apunta a una ralentización en el ritmo de deterioro del empleo. Así, los afiliados a la Seguridad Social disminuyeron un 6% en el conjunto del tercer trimestre (6,7% en el segundo), lo que supone,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.  
 b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

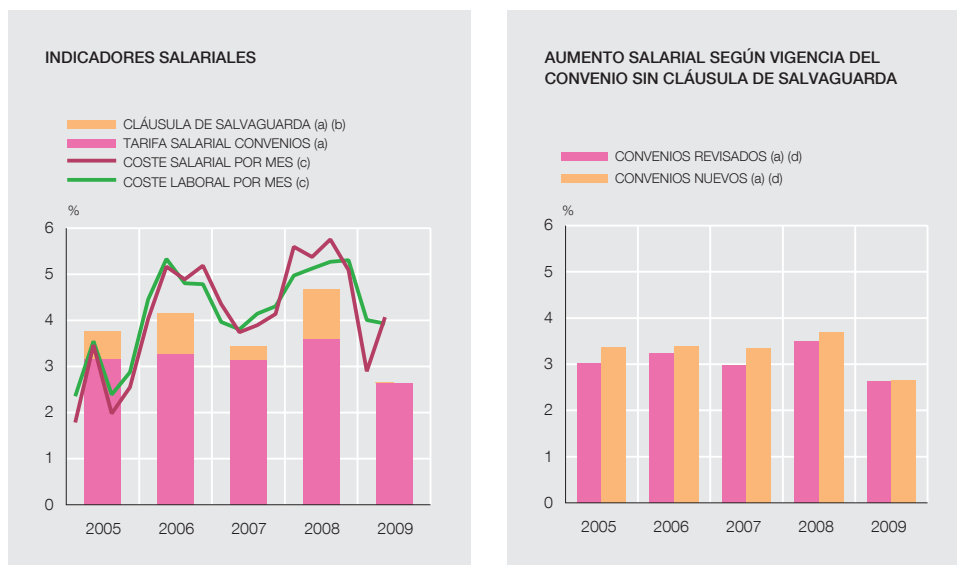
por primera vez desde que se iniciara el actual proceso de destrucción de puestos de trabajo, una ralentización en las caídas de empleo. En términos de las series corregidas de estacionalidad, en los últimos meses los retrocesos mensuales vienen siendo también inferiores a los observados al comienzo del ejercicio. El menor ritmo interanual de destrucción de empleo del tercer trimestre se concentró en la construcción —donde las disminuciones de la afiliación se moderaron, probablemente reflejando las actividades relacionadas con el Plan Estatal de Inversión Local— y en la agricultura (que mostró un crecimiento positivo). Por el contrario, el ritmo de descenso de los afiliados medios en la industria y en los servicios de mercado se estabilizó. Finalmente, la disminución interanual de la contratación registrada en el INEM fue, asimismo, menos acusada en el período julio-septiembre que en los tres meses anteriores.

Finalmente, la EPA del tercer trimestre muestra una caída interanual del empleo del  $-7,3\%$ , prácticamente estabilizada tras el  $-7,2\%$  del trimestre anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, con mayores caídas interanuales del empleo en este trimestre en la industria ( $-14,9\%$ ) y los servicios de mercado ( $-6,2\%$ ) y una ligera moderación del abultado ritmo de descenso interanual del empleo en la construcción, hasta el  $-23,3\%$ .

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un  $6,5\%$ , como al de no asalariados ( $-10,5\%$ ). La destrucción de empleo fue más acusada, como en los últimos trimestres, entre los trabajadores de nacionalidad extranjera ( $-10\%$ ), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad ( $-6,8\%$ ). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron levemente su ritmo de caída interanual ( $-18,2\%$ ), aunque continuaron protagonizando casi todo el ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido mostró una variación interanual negativa ( $-1,7\%$ ). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el  $25,9\%$ ,  $3,6$  pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial disminuyó levemente frente a la intensa reducción de la correspondiente de tiempo completo, volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el  $12,3\%$ , frente al  $11,4\%$  de un año antes.

La población activa descendió en casi 100.000 personas en el tercer trimestre del año, intensificando la ralentización de los últimos trimestres, hasta una tasa de avance interanual del  $0,2\%$ , un punto inferior a la registrada hace tres meses. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un  $0,4\%$  ( $0,3$  pp menos que en el trimestre anterior), y, sobre todo, de la caída interanual de la tasa de actividad ( $-0,2$  pp), que se observó por primera vez en este trimestre en la actual fase de recesión. Atendiendo a la desagregación por sexos, la moderación se observó en ambos colectivos, si bien la población activa femenina mantuvo un crecimiento del  $2,6\%$ , mientras que el colectivo masculino descendió un  $1,6\%$ . Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el  $2,5\%$ , como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes ( $2,1\%$ , frente al  $4,6\%$  del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española pasaron a mostrar un descenso interanual del  $0,2\%$ , tras el leve aumento del trimestre pasado ( $0,5\%$ ).

Finalmente, el desempleo disminuyó ligeramente (en unas 14.000 personas) en el tercer trimestre del año, como consecuencia del descenso en la población activa. No obstante, el aumento interanual del desempleo se mantuvo elevado, en alrededor de 1,5 millones de personas, con una tasa de variación interanual del  $58,7\%$ , por debajo del  $73,7\%$  del segundo trimestre. La tasa de paro se mantuvo estabilizada en el  $17,9\%$  alcanzado el trimestre anterior, aunque más de  $6$  pp por encima de la observada hace un año. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en el tercer trimestre del año, con un incremento interanual del  $43,5\%$ , tras el  $52,9\%$  del segundo trimestre del año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

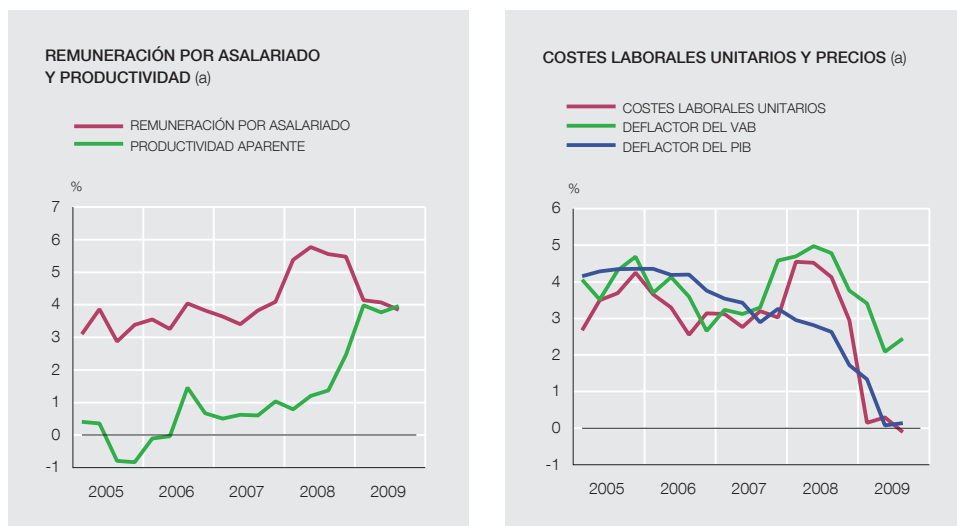
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2009.  
 b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 c. ETCL. Tasas de variación interanuales.  
 d. Revisados: Convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: Convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

### 4.3 Costes y precios

La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta septiembre recoge un aumento de las tarifas salariales del 2,6%, frente al 3,6% pactado en 2008 (véase gráfico 19). Estos acuerdos afectan a algo más de siete millones y medio de trabajadores (cerca de un 70% de los asalariados cubiertos en 2008). Aunque escasamente representativos por el bajo número de trabajadores afectados (algo menos de medio millón), el incremento pactado en los convenios de nueva firma fue, asimismo, del 2,6%, situándose claramente por encima de las tasas de inflación observadas.

En términos de la CNTR, el segundo trimestre de 2009 mostró un repunte de la remuneración por asalariado en el total de la economía, al aumentar un 4,6% en tasa interanual, tres décimas más que en los tres primeros meses del año. En la economía de mercado, el crecimiento de esta variable se mantuvo estabilizado en el 4,1%. Esta evolución refleja notables deslizamientos con respecto al incremento salarial acordado en la negociación colectiva. A estos efectos, cabe recordar que el impacto de las cláusulas de salvaguarda ha sido nulo en 2009, por lo que la evolución observada estaría relacionada con una elevada deriva positiva que vendría explicada por los efectos de composición que se observan habitualmente en períodos de fuerte destrucción de empleo (al eliminarse comparativamente más puestos de trabajo con una remuneración inferior a la media). En el tercer trimestre se espera que el ritmo de avance de la remuneración por asalariado registre una pequeña ralentización, aunque continuó expandiéndose a un ritmo sustancialmente superior al de los precios (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor de la demanda final mantuvo su ritmo de descenso, puesto que tanto el componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) como el deflactor de las importaciones presentaron tasas similares a las del trimestre anterior. Por componentes de la demanda final, el descenso del deflactor de la demanda nacional se moderó ligeramente, a diferencia de lo ocurrido con el deflactor de las exportaciones, que habría experimentado una caída más intensa. Cabe destacar el retroceso previsto del



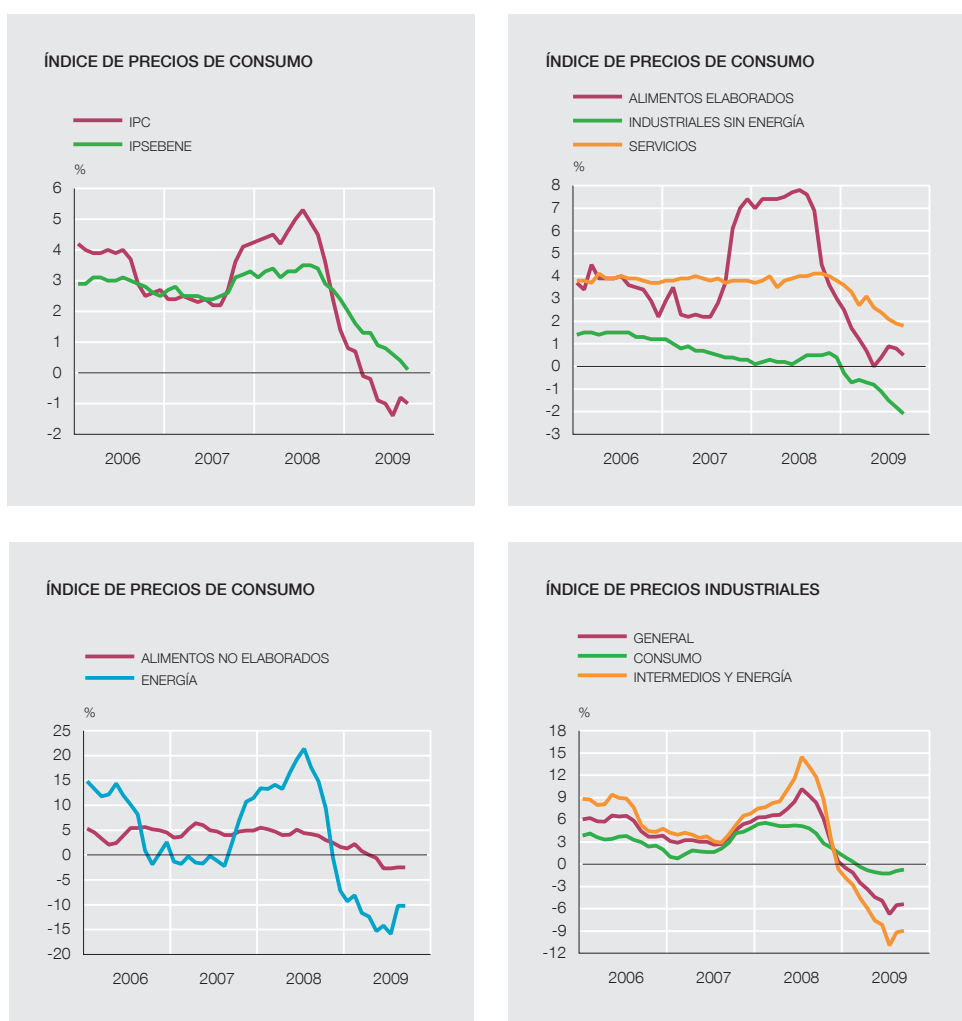
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

deflactor de la inversión residencial —en línea con la evolución del precio de la vivienda— y el mantenimiento de tasas de variación negativas en el caso del deflactor del consumo privado.

En este sentido, los distintos indicadores de precios de consumo continuaron desacelerándose en el tercer trimestre del año. Así, el IPC registró en el mes de septiembre una disminución del 1%, tras alcanzar un mínimo del -1,4% en julio (véase gráfico 21). En términos medios, la caída del tercer trimestre fue del 1,1%, frente al -0,7% del período previo. Por componentes, en el período julio-septiembre, los precios de los bienes energéticos continuaron presentando las tasas de variación negativas más elevadas (-12,1%), debido, fundamentalmente, a un efecto de comparación con el mismo trimestre de 2008, derivado de la fuerte alza de precios del petróleo que tuvo lugar hasta julio del año pasado. Además, los precios del crudo en dólares crecieron en el tercer trimestre en menor medida que en el segundo, siendo la desaceleración mayor cuando se mide en euros, dada la apreciación de la moneda europea frente al dólar. Finalmente, este componente ha reflejado la bajada de los precios del gas natural y butano. Por el contrario, los precios de este componente se vieron impulsados por la subida en la tarifa eléctrica y en los impuestos de hidrocarburos. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron, en el tercer trimestre del año, ritmos de descenso del 1,8%, ante la reducción de precios en los automóviles, ligada en parte a los incentivos para la compra de vehículos nuevos. Los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica, continuaron acusando una notable ralentización, hasta una tasa media trimestral del 1,9%. Los precios de los alimentos no elaborados aceleraron su descenso hasta el -2,6%, mientras que los precios de los alimentos elaborados repuntaron ligeramente, hasta el 0,7%, influidos, en parte, por la subida de los precios del tabaco entre los meses de junio y julio. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó la senda descendente iniciada a finales de 2008 y registró una tasa interanual del 0,4% en la media del tercer trimestre.

La evolución de los precios en España continuó siendo más moderada que en la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación del tercer trimestre, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), siguió siendo negativo (-0,7 pp) (véase gráfico 22). El

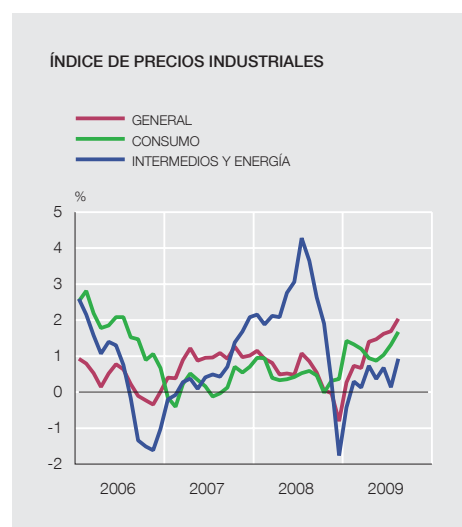
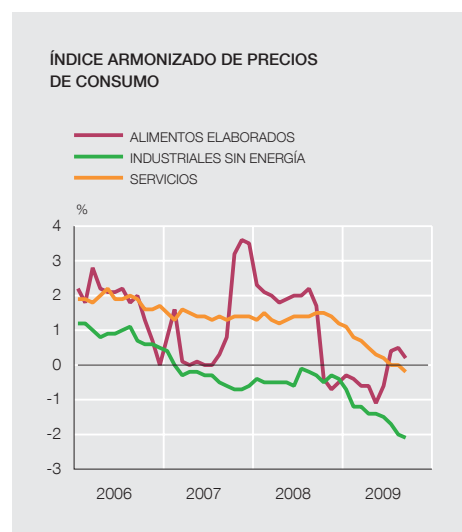
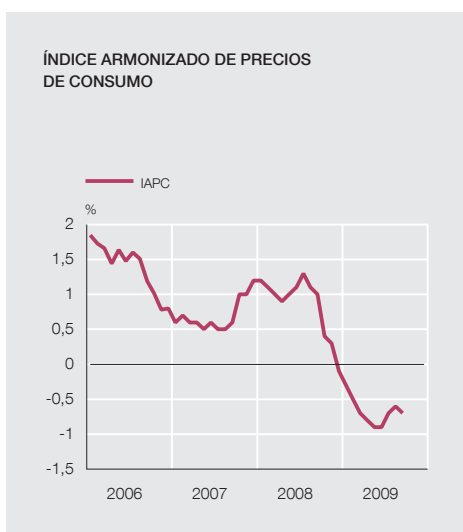


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

menor crecimiento de los precios en España es bastante generalizado por componentes. En concreto, en la media del tercer trimestre, el diferencial fue nulo en el caso de los alimentos elaborados y la energía, y negativo en los restantes grupos, destacando el caso de los servicios, donde el diferencial había sido positivo —y elevado— de forma continuada desde el inicio de la Unión Monetaria hasta el pasado mes de agosto.

Por su parte, el índice de precios industriales continuó presentando tasas negativas en el mes de agosto, aunque el ritmo de caída, del 5,5%, resultó inferior al de julio. El componente no energético cayó un 4% (-4,3% en julio). Nuevamente, la moderación fue especialmente intensa en los precios energéticos y en los bienes intermedios. En términos de diferenciales con la UEM, los comportamientos más dispares se concentraron en los precios de la energía y de los bienes de consumo no duradero. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales mantuvieron su tónica de elevados descensos, alcanzando, en el mes de agosto, tasas del -9,8% y del -4,6%, respectivamente, algo inferiores a las de julio. Esta evolución fue, en ambos casos, el resultado de la aminoración de los abultados ritmos de caída de los precios energéticos, parcialmente compensada por una reducción adicional de las presiones inflacionistas en el resto de componentes.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 26 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2010, en el que se fija como objetivo un déficit para el conjunto de las AAPP del 8,1% del PIB. Esta proyección supone un ligero empeoramiento con respecto a los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio pasado, que lo establecieron en el 7,9% del PIB. Asimismo, los PGE prevén que el saldo de la Contabilidad Nacional (CN) del sector AAPP cierre el año corriente con un déficit del 9,5% del PIB, desviándose de modo significativo de la previsión inicial incluida en los PGE para 2009, que cifraba el déficit en el 1,9% del PIB. Por subsectores, se prevé que la Administración Central registre este año un déficit del 8,1% del PIB, mientras que se estima que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos déficits del 1,5% del PIB y del 0,3% del PIB, respectivamente. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit del 0,4% del PIB.

Según el Avance de liquidación incluido en los PGE, el Estado registraría un déficit en términos de caja en el año 2009 de 83,3 mm de euros, significativamente más elevado que el previsto

m€ y %

	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Avance de liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2009/2008	Liquidación		
						2008 ENE-SEP	2009 ENE-SEP	Variación porcentual
						1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	129.335	-19,1	100.682	-22,2	-29,4	93.566	70.701	-24,4
Impuestos directos	74.096	-23,6	57.979	-21,8	-34,3	53.912	37.833	-29,8
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	32.309	-25,6	-40,0	30.582	20.739	-32,2
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	22.300	-18,3	-24,7	20.703	14.404	-30,4
<i>Otros (a)</i>	3.382	-4,2	3.370	-0,4	7,0	2.627	2.690	2,4
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	25.471	-35,1	-39,1	29.258	20.159	-31,1
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	11.491	-53,9	-49,4	18.380	10.742	-41,6
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.242	0,2	-11,2	8.520	7.349	-13,7
<i>Otros (b)</i>	3.086	-4,3	2.738	-11,3	-12,4	2.358	2.068	-12,3
Otros ingresos	16.010	11,1	17.232	7,6	27,0	10.395	12.709	22,3
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	148.082	6,0	184.012	24,3	22,9	106.575	133.501	25,3
Personal	25.266	6,7	26.873	6,4	4,7	18.049	18.918	4,8
Compras	4.553	2,2	4.803	5,5	-1,3	2.847	2.894	1,7
Intereses	15.929	9,6	17.434	9,4	-1,4	13.914	15.317	10,1
Transferencias corrientes	82.755	6,5	106.067	28,2	21,5	60.188	77.089	28,1
Inversiones reales	10.656	5,4	11.172	4,8	10,3	6.732	6.918	2,8
Transferencias de capital	8.923	-3,5	17.663	98,0	—	4.846	12.365	155,2
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 – 2)</b>	-18.747	—	-83.330	—	—	-13.009	-62.800	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones territoriales)								
IRPF	71.341	-1,8	65.734	-7,9	-19,2	52.569	46.839	-10,9
IVA	48.015	-14,0	29.281	-39,0	-35,8	36.045	23.816	-33,9
Imp. especiales	19.570	-1,1	20.450	4,5	-4,9	14.679	14.316	-2,5

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

en el documento presupuestario inicial, que cifraba el déficit en 16,8 mm de euros. Esta diferencia se produciría tanto por el deterioro de los ingresos (especialmente acusado en el caso del IVA), como por el desbordamiento de los pagos, debido, principalmente, a la transferencia extraordinaria al Servicio Público de Empleo Estatal y al Fondo Estatal de Inversión Local.

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 62,8 mm de euros, frente al déficit de 13 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se frenó ligeramente el deterioro de los ingresos, que registraron una caída acumulada del 24,4%, frente al recorte del 29,4% observado hasta junio, mientras que los pagos aumentaron su ya elevado ritmo de aumento, hasta el 25,3%, frente al 22,9% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, incluyendo tanto la parte que se asigna al Estado como la que corresponde a las Administraciones territoriales de régimen común (véase Pro memoria del cuadro 3). Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación de los principales impuestos y confirma, aunque de forma más suave, la pérdida de ingresos observada en el Estado. En conjunto, la recaudación se está viendo afectada tanto por la débil



El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 7.578 millones de euros hasta julio de 2009, inferior en un 33,2% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone un empeoramiento en los datos de ejecución respecto al mes de mayo. Por partidas, los ingresos no financieros atenuaron su tasa de caída, situándose la tasa acumulada en un -0,3%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 6%. Así, los ingresos no financieros continuaron mostrando registros inferiores a los presupuestados para el conjunto del año (un 8,4% con respecto al Presupuesto de 2008), mientras que los pagos no financieros se encontrarían ligeramente por debajo del aumento presupuestado del 7,9%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una contracción del 2,2% hasta julio, reflejando el impacto de la negativa evolución del empleo sobre el número medio de afiliados a la Seguridad Social, que, de acuerdo con la información más reciente, se habría reducido un 5,7% hasta septiembre de 2009. En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas aumentó un 6,7%, en línea con los crecimientos mostrados en meses precedentes, aunque por debajo del 8,5% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en torno a un ritmo de cre-

cimiento del 1,7%, superior al registrado en promedio para el conjunto del año anterior (un 1,4%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal experimentó una brusca reducción, del 26,2%, situándose muy por debajo de los aumentos presupuestados.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas cayeron un 9,7% hasta mayo, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 12,3% hasta abril. Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó experimentando crecimientos muy significativos, del 65,7% en tasa interanual hasta agosto de 2009, si bien esta cifra representa una cierta desaceleración frente a meses precedentes. El número de beneficiarios de prestaciones por desempleo aumentó, con datos hasta agosto, un 50,9%, frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 48% en tasa interanual en el mismo período. Como resultado, la tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 77,7%, 1,5 pp por encima de la registrada en agosto de 2008. La última información disponible, hasta septiembre, indica una cierta moderación del aumento del paro registrado, situándose dicho incremento en el 45,7%.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

##### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b).

##### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto 2008	Presupuesto 2009	% variación	Liquidación ENE-JUL		
				2008	2009	% variación
	1	2	3 = 2/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.113	123.726	8,4	70.415	70.189	-0,3
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	63.668	62.267	-2,2
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	4.865	5.387	10,7
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	1.882	2.535	34,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	106.080	114.476	7,9	59.066	62.611	6,0
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	1.337	1.399	4,6
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	1.062	945	-11,0
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	56.504	59.356	5,0
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>86.041</i>	<i>93.339</i>	<i>8,5</i>	<i>47.852</i>	<i>51.040</i>	<i>6,7</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.716</i>	<i>8.144</i>	<i>5,6</i>	<i>4.327</i>	<i>3.196</i>	<i>-26,2</i>
<i>Resto</i>	<i>7.339</i>	<i>7.982</i>	<i>8,8</i>	<i>4.325</i>	<i>5.121</i>	<i>18,4</i>
2.4 Otros	599	563	-6,0	163	910	—
3 SALDO NO FINANCIERO	8.033	9.250	15,2	11.349	7.578	-33,2

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del subsector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta octubre de 2009.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

evolución de las bases imponibles, achacable al impacto de la crisis económica, como por el impacto de algunas medidas discrecionales. En el caso del IRPF, las retenciones del trabajo se redujeron un 3,7%, influidas por la reducción de 2 pp en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este ejercicio y por el impacto residual de la deducción de hasta 400 euros vigente desde la segunda mitad de 2008, que no se compensará totalmente hasta finales de año, mientras que las procedentes de ganancias en fondos de inversión disminuyeron un 47,5%. En cuanto al impuesto sobre sociedades, las liquidaciones definitivas presentadas en este tercer trimestre mostraron una fuerte caída de ingresos. De acuerdo con las cifras presentadas en el Avance de liquidación, cabría esperar una cierta aceleración en la recaudación del conjunto de impuestos directos en la parte final del año.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los descensos más acusados, del 33,9%, en datos acumulados hasta el tercer trimestre del año, aunque moderadamente menos intensos que en el primer semestre. Junto con la caída del consumo y de las transacciones inmobiliarias, su evolución está condicionada adicionalmente por dos tipos de factores: en primer lugar, por el efecto negativo sobre la recaudación que se deriva de un cierto adelanto en las devoluciones con respecto a un calendario normal (lo que debería compensarse en la parte final del año), y, en segundo lugar, por el nuevo régimen de devoluciones mensuales debido a la regulación introducida este ejercicio. En todo caso, según lo previsto en el Avance de liquidación, la ralentización de las caídas observada en el tercer trimestre podría ser transitoria, de forma que la tasa de variación se situaría aproximadamente en el -40% al cierre del año. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un crecimiento del 2,5%, debido, en parte, a las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de año. Finalmente, los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos registraron un crecimiento relativamente elevado hasta septiembre, en parte explicado por las comisiones por avales del Estado por operaciones de financiación que han realizado las entidades de crédito en el marco del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre (de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro) y por las primas de emisión de la deuda pública emitida al descuento.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 25,3% en términos acumulados hasta septiembre, acelerándose ligeramente con respecto a la evolución de la primera mitad del año. Estos elevados crecimientos se deben esencialmente a algunas transferencias del Estado a otras AAPP. Así, entre las transferencias corrientes se incluye la realizada al Servicio Público de Empleo Estatal para financiar las prestaciones por desempleo, y entre las de capital, las dirigidas a las Corporaciones municipales por el Fondo Estatal de Inversión Local. Por otra parte, los pagos por intereses también han registrado una acusada aceleración en el tercer trimestre, en línea con la trayectoria de la deuda pública. El Avance de liquidación no prevé cambios significativos en la evolución de los pagos en la última parte del año con respecto a la ejecución de septiembre.

#### **4.5 La balanza de pagos**

En los siete primeros meses de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 32,5 mm de euros, un 48% inferior al del mismo período del año anterior. La reducción porcentual del saldo negativo por cuenta corriente fue de magnitud similar, hasta situarse en términos nominales en 34,8 mm de euros, lo que supone una intensificación de la senda de corrección iniciada en el ejercicio anterior. Este descenso se explica fundamentalmente por la corrección del déficit comercial y, en mucha menor medida, por la mejoría del saldo de transferencias corrientes, que compensaron la disminución del superávit de servicios. Por su parte, el déficit de rentas se mantuvo prácticamente estable en términos interanuales.

		ENERO-JULIO		TASA DE VARIACIÓN 09/08 (b)
		2008	2009	
Millones de euros				
INGRESOS	Cuenta corriente	219.932	185.477	-15,7
	<i>Mercancías</i>	118.171	94.379	-20,1
	<i>Servicios</i>	55.497	50.409	-9,2
	— Turismo	23.576	21.165	-10,2
	— Otros servicios	31.920	29.245	-8,4
	<i>Rentas</i>	37.663	32.034	-14,9
	<i>Transferencias corrientes</i>	8.600	8.655	0,6
	Cuenta de capital	4.803	3.604	-25,0
	Cuentas corriente + capital	224.734	189.080	-15,9
PAGOS	Cuenta corriente	286.255	220.271	-23,1
	<i>Mercancías</i>	173.700	119.001	-31,5
	<i>Servicios</i>	40.835	36.281	-11,2
	— Turismo	7.807	6.630	-15,1
	— Otros servicios	33.028	29.650	-10,2
	<i>Rentas</i>	56.320	50.704	-10,0
	<i>Transferencias corrientes</i>	15.400	14.285	-7,2
	Cuenta de capital	762	1.261	65,5
	Cuentas corriente + capital	287.017	221.532	-22,8
SALDOS	Cuenta corriente	-66.323	-34.795	31.528
	<i>Mercancías</i>	-55.528	-24.622	30.906
	<i>Servicios</i>	14.662	14.129	-533
	— Turismo	15.769	14.534	-1.235
	— Otros servicios	-1.107	-406	701
	<i>Rentas</i>	-18.657	-18.670	-13
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.800	-5.631	1.169
	Cuenta de capital	4.041	2.343	-1.698
	Cuentas corriente + capital	-62.282	-32.452	29.830

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

En los siete primeros meses de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 56% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 24,6 mm de euros. Este ritmo de descenso es apreciablemente más pronunciado que el registrado en el mismo período del año anterior. Entre enero y julio de 2009, tanto las exportaciones como, particularmente, las importaciones de bienes retrocedieron de forma significativa en términos reales, a lo que se sumó el efecto de la mejora de la relación real de intercambio. La factura energética se redujo en los siete primeros meses del presente ejercicio, en un contexto de caída en términos reales de las importaciones netas de productos energéticos y de pronunciado descenso de los precios del crudo en los mercados internacionales respecto al mismo período del ejercicio previo. El desequilibrio del comercio no energético también disminuyó, incluso con mayor intensidad que el déficit energético.

La balanza de servicios arrojó un superávit de 14,1 mm de euros en los siete primeros meses de 2009, un 4% menos que en el mismo período de 2008. Esta reducción se explica por la disminución del saldo positivo de turismo, del 8%, que no pudo contrarrestarse con la notable corrección del déficit de los servicios no turísticos. Los ingresos turísticos nominales cayeron

un 10% entre enero y julio, mientras que los pagos turísticos retrocedieron un 15%. En cuanto al resto de servicios, en los siete primeros meses de 2009 disminuyeron tanto los ingresos como los pagos (un 8% y un 10%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas prácticamente se mantuvo estable en términos interanuales en el período enero-julio de 2009. Este movimiento fue resultado de un retroceso tanto de los pagos como, especialmente, de los ingresos (10% y 15%, respectivamente). El déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 17% en términos interanuales en los siete primeros meses del año. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de estabilidad de los ingresos, que solo crecieron un 1%, y de descenso de los pagos, del 7%. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se redujo entre enero y julio un 42% respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución fue bastante generalizada entre las distintas rúbricas que componen la cuenta de capital, reflejando mayoritariamente la disminución de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

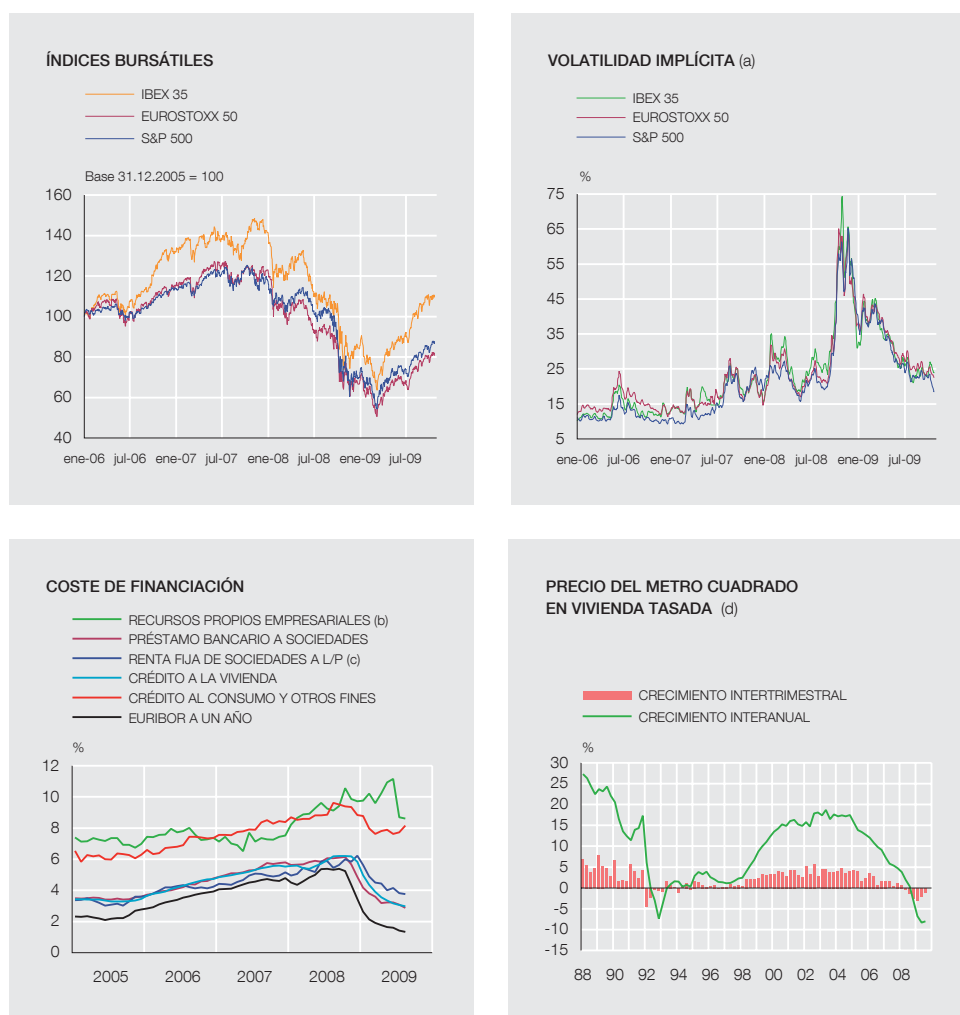
Durante el tercer trimestre de 2009 continuó el proceso de normalización de los mercados financieros nacionales e internacionales y de recuperación de la confianza de los agentes que en ellos participan. En este entorno, en las bolsas españolas se registraron ascensos en las cotizaciones y descensos en sus volatilidades, que llevaron a que el IBEX 35 se situara, en la fecha de cierre de este artículo, un 19,9% por encima del nivel de finales de junio, una subida similar a la del EUROSTOXX 50 de las empresas europeas (20,2%) y algo superior a la del S&P 500 de las compañías estadounidenses (17,4%). Estos avances hicieron que los índices acumulasen unas revalorizaciones, durante la parte transcurrida de 2009, del 27,7%, 17,7% y 19,5%, respectivamente (véase gráfico 23).

En los mercados interbancarios, los tipos de interés siguieron descendiendo, situándose el EURIBOR a doce meses, el 23 de octubre, 25 pb por debajo de los niveles con los que cerró el segundo trimestre. Esta evolución vino acompañada de nuevos recortes en el diferencial de dicha referencia frente al *Eurepo* (en el que el préstamo cuenta con una garantía) al mismo plazo (de 23 pb), lo que revela la progresiva atenuación de las tensiones en estos mercados, si bien dicho indicador todavía permanecía en niveles históricamente elevados (en torno a 45 pb).

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también cayeron. Así, el 23 de octubre la rentabilidad de las obligaciones a diez años se situaba en el 3,71% (34 pb por debajo del nivel de finales de junio). En línea con la normalización de los mercados, se redujeron los diferenciales de rentabilidad entre los títulos emitidos por los Estados de la UEM, situándose en el caso de la referencia española a diez años frente a la deuda alemana algo por encima de los 50 pb, 23 pb menos que al cierre del segundo trimestre. Asimismo, también descendieron las primas de riesgo crediticio de las principales sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados (25 pb en promedio, quedando en los 85 pb).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el tercer trimestre de 2009, aunque a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, las tasas de disminución intertrimestral e interanual se situaron en septiembre en el 0,9% y el 8%, respectivamente, frente a los retrocesos del 1,9% y el 8,3% de junio (véase gráfico 23).

Los costes de financiación bancaria de los hogares y las sociedades continuaron, en general, reduciéndose, en línea con la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados (véase gráfico 23). Los diferenciales frente a estos se han mantenido relativamente estables durante el tercer trimestre, situándose, no obstante, en niveles elevados en comparación con los que había antes del inicio del último ciclo de descenso de los tipos de interés, especialmente en el caso de las operaciones de mayor riesgo. Estos datos parecen confirmar, por tanto, que dicho repunte no obedece solamente al retraso habitual en la transmisión de los tipos de interés, sino que también recoge una reevaluación del riesgo por parte de las entidades (para más detalles, véase el recuadro 7). Asimismo, también retrocedió el coste de las emisiones de renta fija de las empresas, tanto a corto como a largo plazo, y especialmente el de los recursos propios. Sin embargo, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, el resto de condiciones crediticias (plazos de devolución, garantías exigidas) se habría vuelto a endurecer, aunque a un ritmo más moderado que en los meses ante-



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.  
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

riores<sup>1</sup>. Por otra parte, esta misma encuesta muestra una relativa estabilidad de los criterios de aprobación aplicados por las entidades entre julio y septiembre. Las previsiones para el último trimestre del año apuntan a un mantenimiento en el grado de exigencia en los préstamos concedidos y a caídas moderadas en la demanda de crédito de empresas y hogares, aunque, como consecuencia del tensionamiento de los meses precedentes, las condiciones de financiación durante dicho período serían más restrictivas para los prestatarios que las existentes antes del inicio de la crisis financiera.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado siguen evidenciando nuevas caídas en las tasas de crecimiento interanual, que han sido más acusadas en el caso de las sociedades (entre junio y agosto descendió en casi 2 pp, hasta situarse alrededor del

1. Para más detalles, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.

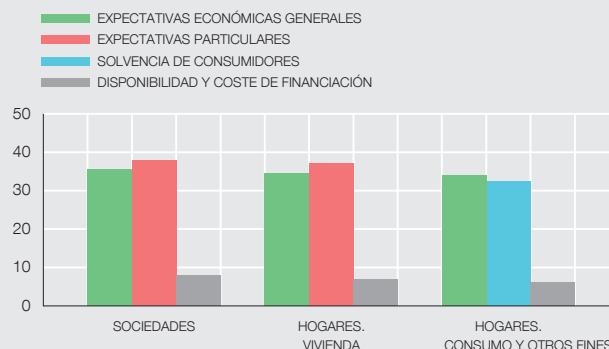
El grado de holgura de la oferta crediticia en la concesión de préstamos bancarios viene determinado tanto por los criterios que aplican las entidades para decidir si conceden financiación o la deniegan como por las condiciones en las que se otorgan los fondos en el primer caso. Entre estas últimas destacan los márgenes aplicados sobre los tipos de interés de referencia, el plazo y las garantías requeridas.

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) ofrece información cualitativa sobre los criterios de concesión de préstamos. De acuerdo con las respuestas de las entidades contenidas en esta encuesta, tras endurecer notablemente el grado de exigencia de los criterios aplicados a lo largo de 2008, en 2009 las entidades han tendido a moderarlo progresivamente, hasta mantenerlo prácticamente sin cam-

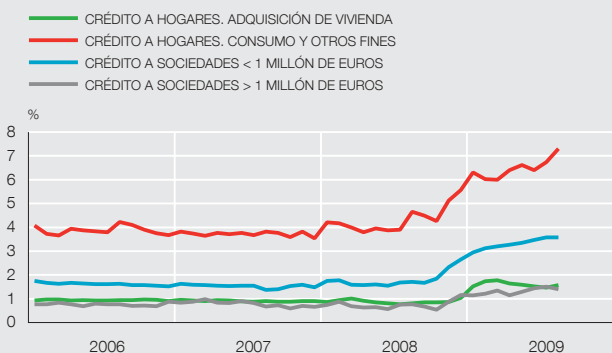
1 ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



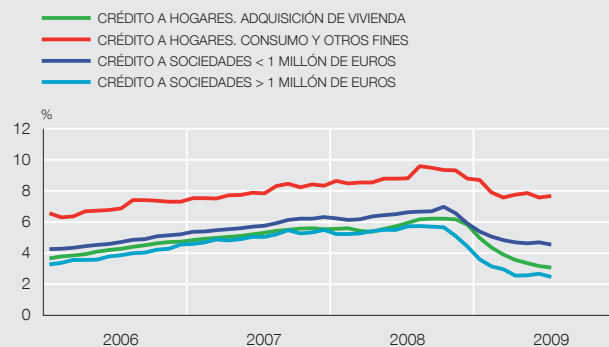
2 FACTORES EXPLICATIVOS DEL ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN. EPB JUNIO 2007-SEPTIEMBRE 2009 (b)



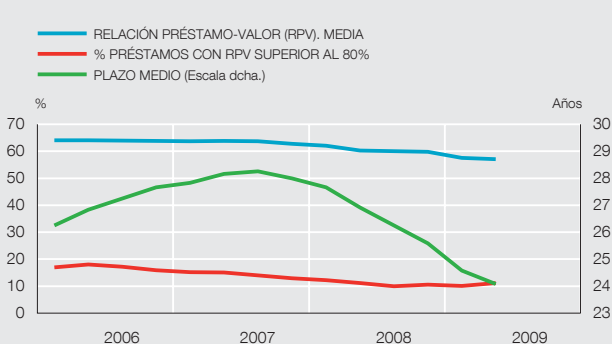
3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS (c)



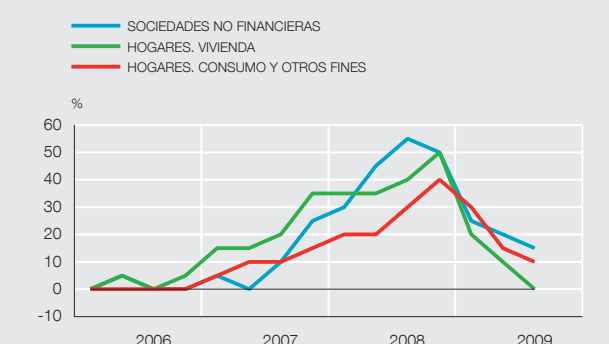
4 TIPOS DE INTERÉS



5 PLAZO Y GARANTÍAS EN PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS



6 GARANTÍAS REQUERIDAS. EPB (a)



FUENTES: Colegio de Registradores (gráfico 5) y Banco de España (resto).

- a. Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB). Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable × 1 + % de entidades que señalan cierto aumento × 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso × 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable × 1.
- b. Promedio de las respuestas de las entidades durante el período analizado. El indicador se ha elaborado de manera análoga al explicado en a).
- c. El tipo de referencia utilizado es el EURIBOR a tres meses en el caso de los préstamos a sociedades y a hogares para consumo y otros fines, y el EURIBOR a un año promediado durante los dos meses anteriores en el caso de los créditos a hogares para adquisición de vivienda (hasta 2008) y el mes anterior (a partir de 2009).

bios en el tercer trimestre de 2009<sup>1</sup> (véase gráfico 1). En el gráfico 2 se aprecia cómo, según esta misma fuente, los principales factores explicativos de esta evolución son los relacionados con la percepción de un mayor riesgo de crédito de los prestatarios, en un contexto de progresivo y marcado deterioro macroeconómico y de importantes aumentos de las ratios de morosidad. Por el contrario, los potenciales problemas de liquidez o de obtención de fondos asociados al impacto en los mercados mayoristas de la crisis financiera internacional habrían desempeñado un papel mucho más limitado para explicar estos desarrollos.

Con respecto a las condiciones aplicadas en los préstamos concedidos, la evolución reciente de los márgenes muestra un ascenso, que ha sido sustancialmente más marcado en las operaciones de mayor riesgo, tendencia a la que también apunta la EPB (véase gráfico 3). Así, en el caso de los otorgados a las familias, el incremento ha sido mayor en los destinados a financiar consumo y otros fines, que son los que presentan unas ratios de morosidad más elevadas y con aumentos más acusados en los últimos trimestres, que en la financiación destinada a la adquisición de vivienda, para la que, además, parte del repunte se ha corregido desde abril de 2009. Del mismo modo, entre los obtenidos por las sociedades, han sido los de volumen inferior a un millón de euros, en los que se concentran en mayor medida los concedidos a las pymes (que llevan asociado generalmente un mayor riesgo), los que han registrado una mayor variación en este aspecto. Por tanto, esta evidencia sugiere también que han sido los factores ligados a la percepción de una mayor probabi-

1. Para más detalle sobre la evolución reciente de la oferta y de la demanda de crédito en España y sus condicionantes, véase «Encuesta sobre Préstamos Bancarios: octubre de 2009», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.

lidad de impago los que parecen haber motivado los cambios recientes en los diferenciales entre el tipo de interés aplicado por las entidades en las distintas modalidades de crédito y los de mercado. En todo caso, gracias a la importante reducción registrada en las rentabilidades negociadas en los mercados, esta evolución ha sido compatible con un descenso del coste de la financiación bancaria en todos los segmentos durante este período (véase gráfico 4).

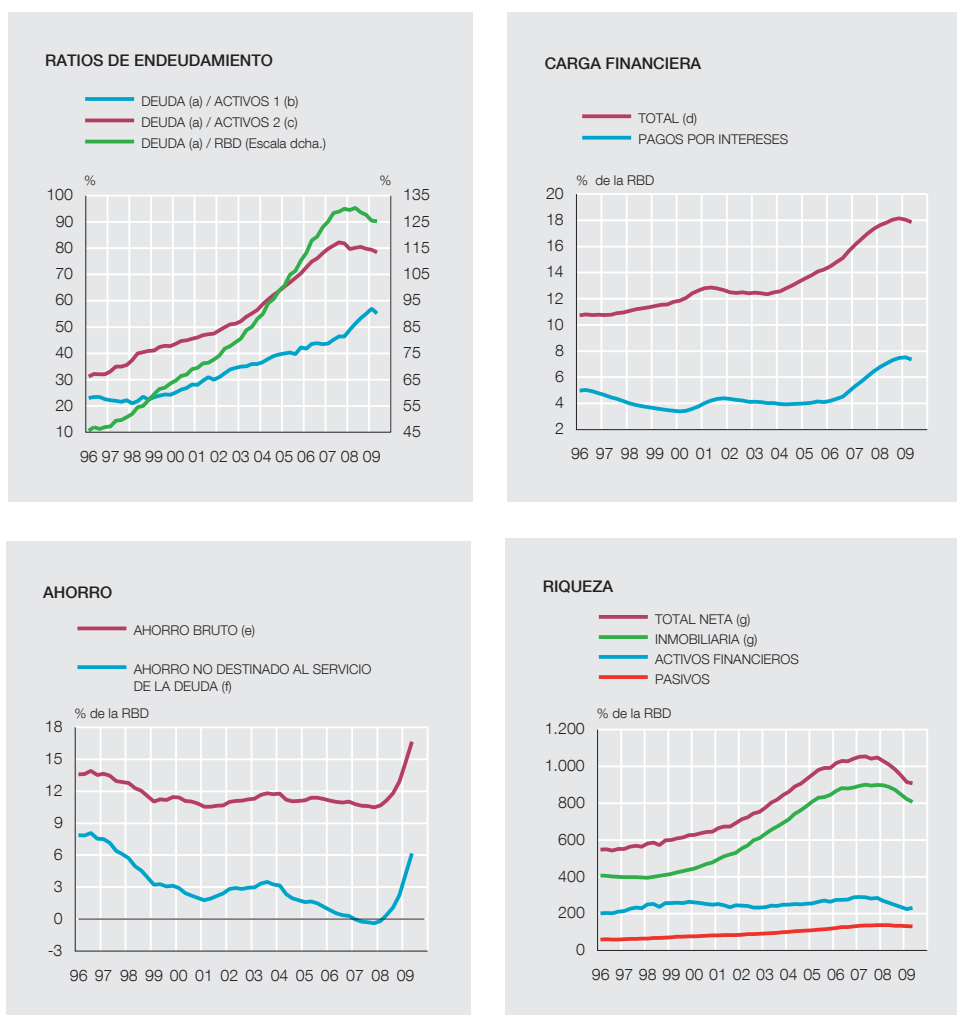
La actitud más cautelosa de las entidades a la hora de conceder financiación también se ha reflejado en un aumento de las garantías requeridas, lo que les permite reducir la pérdida asumida en caso de impago. Así, en el caso de la financiación hipotecaria, la ratio préstamo-valor media de las nuevas operaciones crediticias ha venido descendiendo desde mediados de 2007, situándose en el segundo trimestre de 2009 en torno al 57%, frente a un valor próximo al 64% observado antes del inicio de la crisis financiera en el verano de 2007. Del mismo modo, el porcentaje de créditos en los que esta relación supera el 80% ha disminuido hasta el 11%, 7 pp por debajo del dato de mediados de 2006. De acuerdo con la EPB, el aumento en las garantías exigidas ha afectado también a los préstamos a las empresas y a las familias para fines distintos de la adquisición de vivienda (véase gráfico 6). Asimismo, la mayor preocupación por el riesgo de crédito se ha reflejado en un recorte de los plazos de vencimiento, situándose para las hipotecas en torno a 24 años a mediados de 2009, frente a los 28 de junio de 2007 (véase gráfico 5).

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro apunta a que los cambios en las condiciones de oferta crediticia desde el inicio de la crisis financiera habrían venido determinados fundamentalmente por la mayor preocupación de las entidades por el riesgo de crédito, en un contexto de marcado deterioro macroeconómico y de un aumento significativo de las ratios de morosidad.

1,5%) que en el de los hogares (retroceso de 0,5 pp, hasta hacerse nula). Por su parte, las tasas intertrimestrales desestacionalizadas han continuado siendo negativas, aunque, mientras que el ritmo de descenso de los pasivos de las familias se habría atenuado, el de la deuda de las empresas se habría intensificado, especialmente en lo que se refiere al crédito concedido por las entidades residentes (cuya tasa de crecimiento es negativa también en términos interanuales).

Como resultado de las escasas variaciones de los pasivos de las familias y de sus rentas en el segundo trimestre del año, la ratio de endeudamiento del sector en relación con la renta bruta disponible (RBD) se habría mantenido en junio en torno a los mismos niveles de marzo (véase gráfico 24). Esta evolución, junto con el recorte de los tipos de interés, se habría reflejado en una caída de la carga financiera. Asimismo, se habría prolongado la senda de recuperación, iniciada a principios de 2008, del ahorro de las familias tras atender el pago de la deuda, gracias al aumento del ahorro bruto. Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con la RBD se volvió a reducir entre abril y junio como consecuencia del descenso en el precio de los activos inmobiliarios, que son el principal componente de su patrimonio. Los



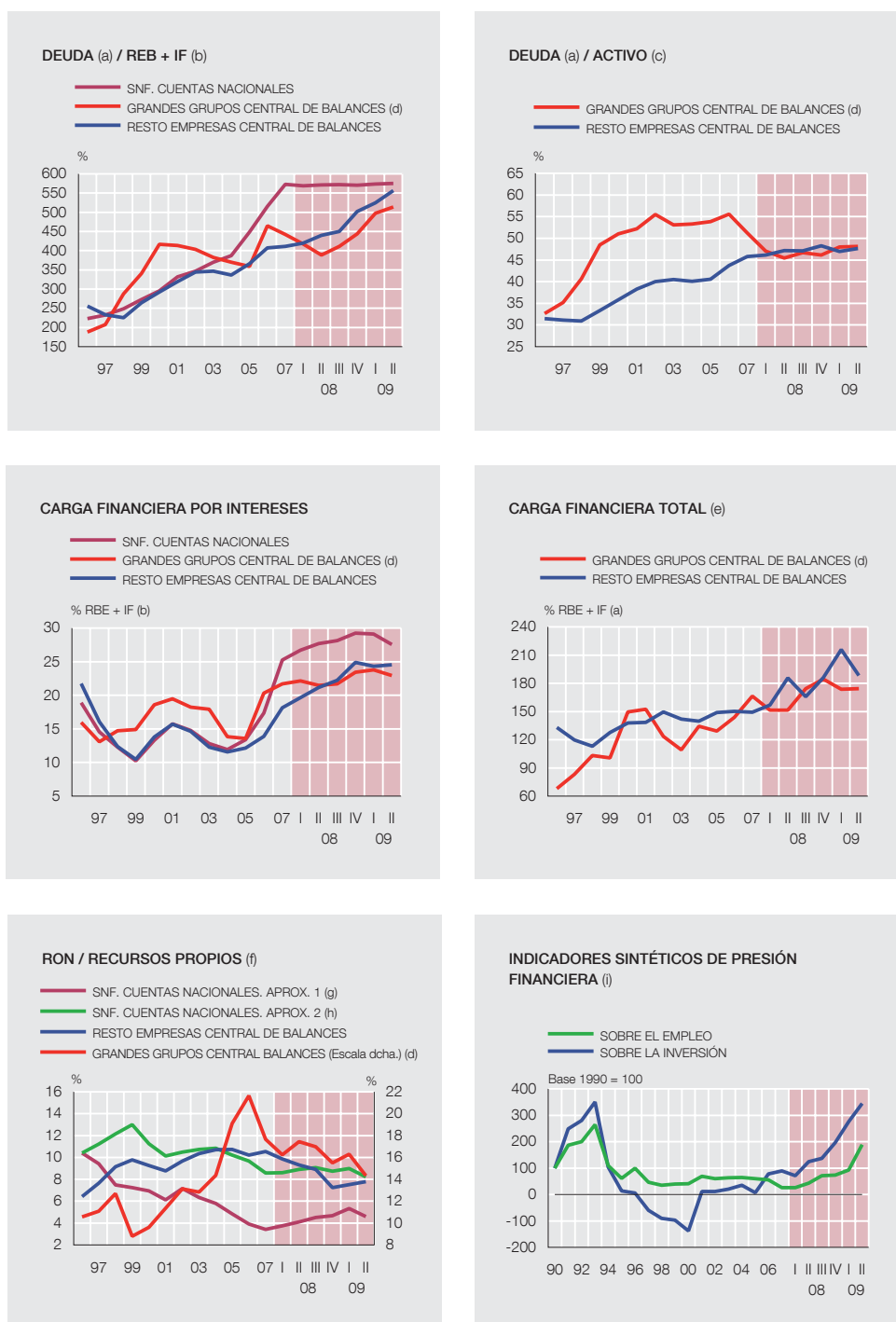


FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

datos de avance disponibles para el tercer trimestre apuntan a una continuidad de todas estas tendencias.

En el caso de las sociedades, las cuentas nacionales muestran durante el segundo trimestre un curso desfavorable de las rentas, que habrían empezado a retroceder, lo que se tradujo en una reducción de la rentabilidad de los recursos propios (véase gráfico 25). A pesar de esta evolución, descendió la ratio de carga financiera del sector en relación con los resultados generados, gracias a la disminución de los costes de financiación, mientras que la de endeudamiento se mantuvo estable. Los datos de avance disponibles apuntan a un mantenimiento de estas tendencias durante los meses del verano. La información más reciente sobre las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, que corresponde al segundo trimestre, sigue evidenciando un empeoramiento más acusado de los resultados en comparación con la Contabili-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008			2009	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
					Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,1	-13,5	-12,0	-9,7	-7,0	-4,6	-1,0
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-7,1	-9,5	-11,9	-10,5	-8,3	-7,2	-5,8	-4,3
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	0,3	1,2	3,3
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,7	2,1	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	1,9	0,2	-1,9	-4,1	-5,6	-8,0
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,3	-15,5	-16,3	-14,2	-10,9	-8,8	-6,4

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

dad Nacional. Ello llevó a un importante retroceso de la rentabilidad del capital, a un ascenso de la ratio de endeudamiento y a que la carga financiera se mantuviera en un nivel similar al de tres meses antes, a pesar del descenso de los costes financieros. Como efecto conjunto de esta evolución, continuaron elevándose los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y, en mayor medida, sobre el empleo. Asimismo, los analistas siguen anticipando caídas de beneficios de las empresas cotizadas en los próximos doce meses, si bien han revisado estas expectativas algo al alza en el período más reciente.

Como consecuencia del deterioro macroeconómico, durante los últimos meses habría seguido aumentando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos del sector privado no financiero. Ello se reflejó en nuevos ascensos en la ratio agregada de dudosos de los otros sectores residentes (que incluyen hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias), aunque a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, dicho indicador se situó en agosto en el 4,9%, 0,7 pp por encima del de marzo, frente al ascenso de 1,3 pp durante los cinco meses anteriores.

La información más reciente de las cuentas financieras continúa mostrando una disminución de las necesidades de financiación de la nación (véase cuadro 6). En términos acumulados de doce meses, estas se situaron en el 7% del PIB durante el segundo trimestre de 2009 (frente al 8,2% de marzo) como resultado del incremento del déficit de las AAPP (que alcanzó el 8% del PIB), que fue más que compensado por el descenso de las necesidades de recursos de los hogares y las sociedades (1% del PIB, frente al 4,6% de tres meses antes). En línea con el aumento del déficit público, el grueso de estas necesidades se financió mediante la deuda emitida por las AAPP (4,2% del PIB, en términos acumulados de un año).

En resumen, la información más reciente sigue evidenciando descensos de los costes de financiación de las familias y las empresas, evolución que estaría contribuyendo a reducir la carga financiera soportada por los agentes endeudados. No obstante, el deterioro macroeconómico y el descenso en el valor de activos inmobiliarios (que es el principal componente de la riqueza de los hogares) habrían continuado afectando desfavorablemente a la posición financiera agregada del sector privado, volviéndose a elevar el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos.

## 5.2 El sector hogares

Durante julio y agosto el coste de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda descendió 18 pb, hasta el 3%, mientras que el de los préstamos para consumo y otros fines, que tiende a elevarse durante los meses de verano, aumentó en 53 pb, hasta el 8,2%. Sin embargo, de acuerdo con la EPB de octubre, las condiciones distintas a los tipos de interés habrían seguido endureciéndose, aunque a menor ritmo que durante los trimestres anteriores. En todo caso, dicha encuesta muestra una relativa estabilidad de los criterios de concesión, que no habrían variado en la financiación para adquisición de vivienda y solo se habrían vuelto ligeramente más exigentes en los préstamos destinados a otros fines. Para los últimos tres meses del año las entidades encuestadas no anticipaban cambios significativos en la oferta crediticia.

La tasa de crecimiento interanual de la deuda de las familias siguió descendiendo, pero en menor medida que durante los trimestres anteriores, situándose en agosto en un valor nulo, frente al 0,5% de junio. Por finalidades, la caída en el ritmo de expansión interanual de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, hasta alcanzar el 0,5% y el -1,4%, respectivamente. La tasa intertrimestral de la financiación de este sector continuó siendo negativa, aunque se habría recuperado algo en comparación con los meses precedentes (-0,2%, en términos anualizados, frente al -1,5% de junio).

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al segundo trimestre de 2009, entre abril y junio se recuperó la inversión de los hogares en activos financieros, situándose esta, en términos acumulados anuales, en el 2,6% del PIB, 0,7 pp por encima del nivel de marzo (véase cuadro 7). Por instrumentos, se observó una evolución muy diferenciada. Así, los flujos materializados en los medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) avanzaron hasta el 2,5% del PIB (frente al 0,3% de marzo), continuaron evidenciándose reembolsos netos de fondos de inversión —aunque por un importe inferior al de tres meses antes (-1,7% del PIB, frente al -2,7% de marzo)— y se redujo el dinamismo de los depósitos a plazo, para los que se observaron salidas netas, si bien en términos acumulados de 12 meses la inversión en este tipo de activos continuó siendo positiva (1,8% del PIB, frente al 4,1% del trimestre anterior).

Como resultado de las escasas variaciones de los pasivos de las familias y de sus rentas, en el segundo trimestre de 2009 la ratio de endeudamiento de los hogares (medida por la deuda sobre la RBD del sector) se mantuvo estable. Esta evolución, junto con el recorte de los tipos de interés, se reflejó en una ligera caída de la carga financiera sobre la RBD, que se situó algo por debajo del 18% (0,2 pp menos que en marzo). Estos desarrollos, unidos al menor consumo de las familias, propiciaron una continuidad en el crecimiento de su capacidad de ahorro una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, que aumentó casi 2 pp, hasta el 6,2% de la RBD. En línea con esta evolución, de acuerdo con las cuentas financieras, se elevó la capacidad de financiación del sector hasta el 3,3% del PIB, en términos acumulados de 12 meses. Por su parte, la riqueza neta en relación con la RBD se volvió a reducir entre abril y junio como consecuencia de la caída en el precio de los activos inmobiliarios, que son el principal componente del patrimonio de estos agentes. La disminución fue, no obstante, más moderada que en trimestres anteriores, gracias a la evolución de los activos financieros, que, respaldados por la mayor inversión en este tipo de instrumentos y la revalorización de las cotizaciones bursátiles, incrementaron su valor por primera vez desde finales de 2007. La información provisional disponible apunta a un mantenimiento de todas estas tendencias en el tercer trimestre de 2009.

A pesar de la moderación de la carga financiera, el deterioro de las condiciones macroeconómicas y, en particular, el repunte de la tasa de paro habrían contribuido a que aumenta-

## Datos acumulados de cuatro trimestres

% del PIB	2005	2006	2007	2008		2009	
				IV TR	I TR	II TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>							
Operaciones financieras (activos)	10,4	11,0	7,2	3,4	1,9	2,6	
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-0,5	0,3	2,5	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,5	7,1	4,1	1,8	
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,1	0,5	0,0	0,1	0,0	
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,1	-3,4	-2,7	-1,7	
Reservas técnicas de seguros	1,9	1,8	0,9	0,4	0,5	0,5	
<i>De las cuales:</i>							
<i>De vida</i>	0,7	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,1	
<i>De jubilación</i>	0,8	1,0	0,4	0,5	0,4	0,4	
Resto	0,7	1,1	0,4	-0,2	-0,3	-0,5	
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,7	8,8	3,2	0,7	-0,7	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	3,4	1,6	0,1	
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,5	10,0	7,1	2,7	1,6	0,6	
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	1,9	3,0	2,1	0,8	0,2	-0,2	
Resto	-0,6	-0,3	-0,5	-0,2	-0,9	-0,8	
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>							
Operaciones financieras (activos)	18,1	23,3	13,9	3,8	3,1	-2,0	
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-0,7	-0,8	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,9	2,0	1,9	1,0	0,5	
Acciones y otras participaciones	7,2	11,3	8,0	2,4	2,3	1,6	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	8,0	6,4	3,2	2,6	1,7	
Resto	7,6	7,7	4,3	0,6	0,4	-3,3	
Operaciones financieras (pasivos)	25,1	32,8	25,8	11,1	8,9	2,3	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	5,5	3,7	1,2	
Préstamos exteriores	2,1	3,3	2,8	2,3	2,4	2,4	
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,3	0,7	0,3	
Acciones y otras participaciones	3,7	2,9	5,3	2,3	1,9	1,4	
Resto	6,1	7,2	3,4	0,6	0,1	-3,0	
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>							
Financiación (e)	21,2	24,2	15,5	6,1	4,5	2,1	
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,5	4,4	2,2	0,5	
Sociedades no financieras	21,4	27,9	17,7	7,4	6,2	3,3	

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

ra nuevamente la proporción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de su deuda. Como resultado de ello, durante el segundo trimestre la ratio de morosidad de las familias alcanzó el 3,8%, 0,2 pp más que el trimestre anterior, lo que supone, no obstante, un avance a un menor ritmo que el de los meses anteriores. Un análisis más detallado por tipo de préstamos revela que la ratio sigue siendo más alta en los destinados a consumo y otros fines que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas, aunque en el período reciente habría aumentado menos (6,7%, prácticamente el mismo nivel de marzo, en el primer caso, frente a un ascenso de 0,2 pp, hasta el 3%, en el segundo).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los costes de financiación de las sociedades también disminuyeron durante el tercer trimestre del año. Así, el tipo de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros descendió durante julio y agosto en 25 pb (hasta el 4,4%), mientras que el de los de un importe superior cayó 41 pb (hasta el 2,3%). Este desarrollo confirma la tendencia, iniciada hace un año, de disminución más acusada para estos últimos (que acumulan una bajada de 340 pb desde octubre de 2008) que en el de los préstamos de menor tamaño (dirigidos, en mayor medida, a las pymes), que bajaron 250 pb durante el mismo período. Asimismo, con datos hasta septiembre, descendieron el coste de la emisión de valores, tanto a corto (45 pb) como a largo plazo (50 pb), y, en mayor medida, la rentabilidad exigida por los accionistas (250 pb), en línea con la notable subida de las cotizaciones bursátiles.

De acuerdo con la EPB de octubre, las entidades endurecieron muy ligeramente los criterios de aprobación durante el tercer trimestre, y esperaban para los siguientes tres meses un mantenimiento de los mismos. En la misma línea, la información proporcionada por la Encuesta de las Cámaras de Comercio sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena para este período recoge variaciones moderadas en el porcentaje de estas sociedades que perciben dificultades para acceder a fondos externos.

A pesar de la mejoría de las condiciones de financiación, el ritmo de crecimiento de la deuda de las empresas continuó reduciéndose tanto en términos interanuales como intertrimestrales. La tasa de avance interanual se situó en agosto en torno al 1,5%, casi 2 pp por debajo de la cifra de junio. La desaceleración fue especialmente acusada en el caso del crédito concedido por las entidades residentes, que representa la principal fuente de recursos ajenos del sector, disminuyendo algo más de un 1% en comparación con el mismo período del año pasado. La tasa intertrimestral desestacionalizada y anualizada del saldo de préstamos alcanzó en agosto el -6% (-3,4% en junio). En cambio, el resto de la financiación ajena (los préstamos de no residentes y los fondos captados con valores de renta fija), que es utilizada principalmente por las empresas de mayor tamaño, siguió mostrando un avance positivo.

La información más reciente sobre el desglose del crédito por actividad productiva, correspondiente a junio de 2009, muestra una ralentización en todos los sectores. Continuaron con tasas interanuales negativas tanto la construcción (-13,4%) como la agricultura, ganadería y pesca (-7,8%), al tiempo que se observó una sensible desaceleración de los fondos captados por la industria (7,1%) y, en mayor medida, por las compañías de servicios no inmobiliarios (5%), ramas cuya deuda avanzaba a ritmos interanuales de dos dígitos tres meses antes. Por el contrario, el saldo de los préstamos concedidos a las empresas de servicios inmobiliarios creció a una tasa similar a la de marzo.

En este contexto, de acuerdo con la información de las cuentas financieras para el segundo trimestre de 2009, las necesidades de financiación del sector se redujeron 1,5 pp, situándose algo por encima del 4% del PIB. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, descendió más de 2 pp, hasta el 6,4% del PIB.

Las cuentas nacionales muestran un curso desfavorable de las rentas, que habrían empezado a retroceder. Así, durante el primer semestre de 2009 el excedente bruto de explotación de las empresas se contrajo un 1,9% en relación con el mismo período de 2008. El resultado ordinario neto, que incorpora las rentas netas por intereses, los dividendos y el consumo de capital fijo, mostró una evolución más desfavorable, contrayéndose un 7,8% entre enero y junio con respecto a los primeros seis meses de 2008, lo que se tradujo en una reducción de

la rentabilidad de los recursos propios. A pesar de ello, la ratio de carga financiera se redujo gracias a la disminución de los costes de financiación, mientras que la de endeudamiento se mantuvo estable. Los datos de avance más recientes apuntan a una prolongación de estas tendencias durante el tercer trimestre.

La información para el segundo trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia un marcado deterioro de los resultados, superior al que se deduce de las cuentas nacionales. Esta evolución negativa afectó a todos los sectores, si bien, dentro de las ramas mejor representadas en la CBT, fue especialmente acusada en la industria. El retroceso experimentado por el resultado del ejercicio también se confirma al analizar el porcentaje de empresas que generaron beneficios en el primer semestre de 2009, que fue de un 58%, diez puntos menos que el alcanzado un año antes. Asimismo, la proporción de compañías con carga financiera elevada<sup>2</sup> ha vuelto a aumentar, alcanzando en junio el 21%, frente al 19% de marzo. El curso desfavorable de los resultados hizo que se redujera la rentabilidad del capital, que aumentara la ratio de endeudamiento (a pesar del escaso dinamismo de la deuda) y que apenas se modificara la carga financiera asociada (a pesar del descenso de los tipos de interés). Como consecuencia de todo ello se elevaron, una vez más, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y, en mayor medida, sobre el empleo.

La evolución negativa de los resultados también se volvió a reflejar en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, aunque el ascenso fue inferior al experimentado durante los meses anteriores, situándose en junio en el 5,3%, 0,5 pp más que en marzo de 2009. Las empresas con más dificultades para hacer frente a sus deudas continuaron siendo las de los sectores de la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta pasó del 7,5% al 8,1% entre marzo y junio, mientras que en el resto de actividades aumentó algo menos (del 2,5% al 2,9%) durante el mismo período.

Por su parte, los analistas siguen estimando que los beneficios de las compañías cotizadas continuarán experimentando retrocesos importantes durante los próximos doce meses, si bien estos han revisado ligeramente al alza estas proyecciones, evolución que ha sido, no obstante, compatible con un recorte en los horizontes más largos (véase gráfico 26).

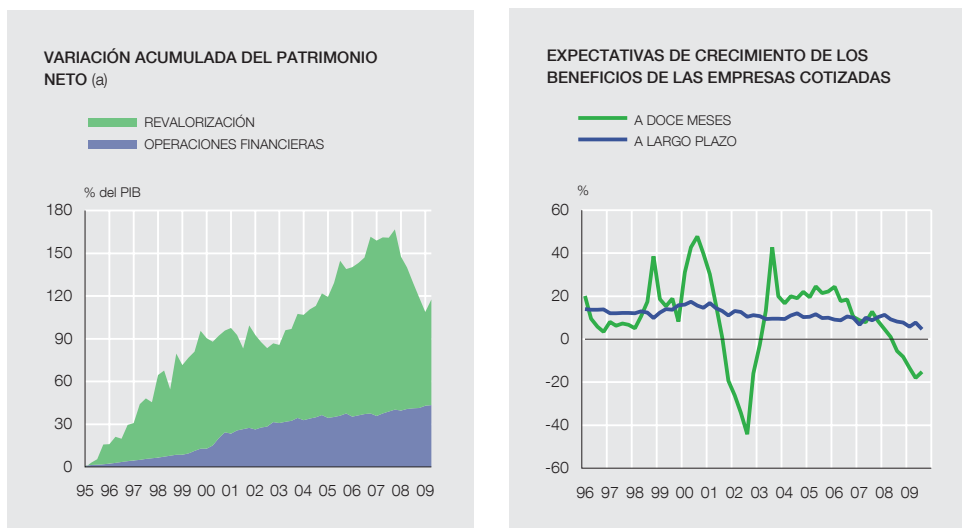
#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

Como consecuencia del aumento del gasto público y del retroceso de los ingresos, las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron sustancialmente durante el segundo trimestre del año, situándose en junio, en términos acumulados de 12 meses, en el 8% del PIB, 2,4 pp más que en marzo (véanse cuadro 6 y gráfico 27).

El desglose de los flujos financieros muestra que el déficit público se ha financiado fundamentalmente a través de emisiones de títulos de renta fija, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, operaciones que han supuesto una entrada neta de fondos entre mediados de 2008 y junio de 2009 equivalente al 11,1% del PIB. Por otra parte, las AAPP adquirieron valores (principalmente, como consecuencia de las inversiones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social y del Fondo de Adquisición de Activos Financieros) durante el mismo período por un importe del 2% del PIB, al tiempo que el saldo de depósitos aumentó en mayor medida que el crédito neto obtenido por el sector, suponiendo un aumento de los activos netos por esta vía del 1,2% del PIB.

---

2. Compañías cuya carga financiera supera el percentil 90 de la distribución de esta variable en el período 1985-2001, nivel a partir del cual tiene un impacto sobre los niveles de inversión empresarial de acuerdo con las estimaciones disponibles.

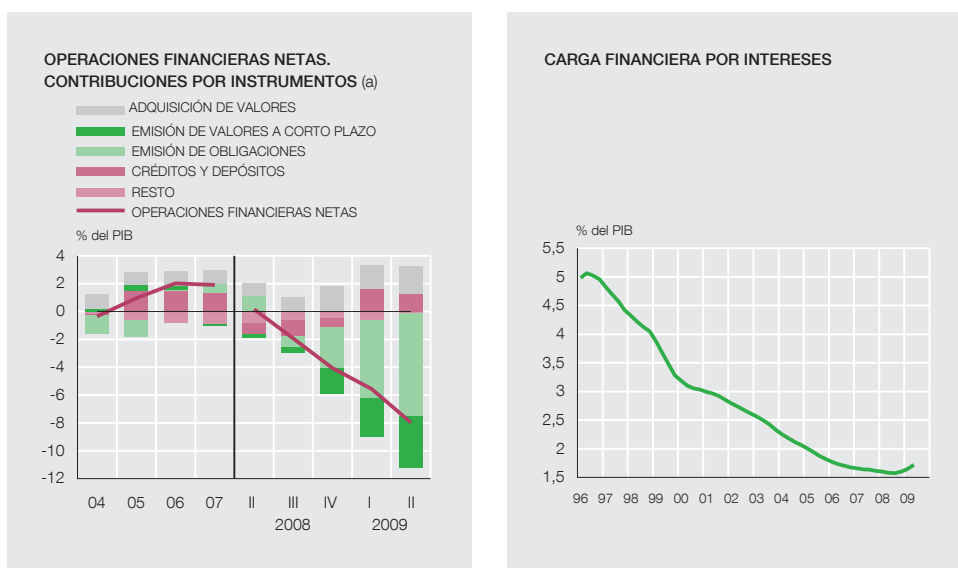


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Datos acumulados de cuatro trimestres

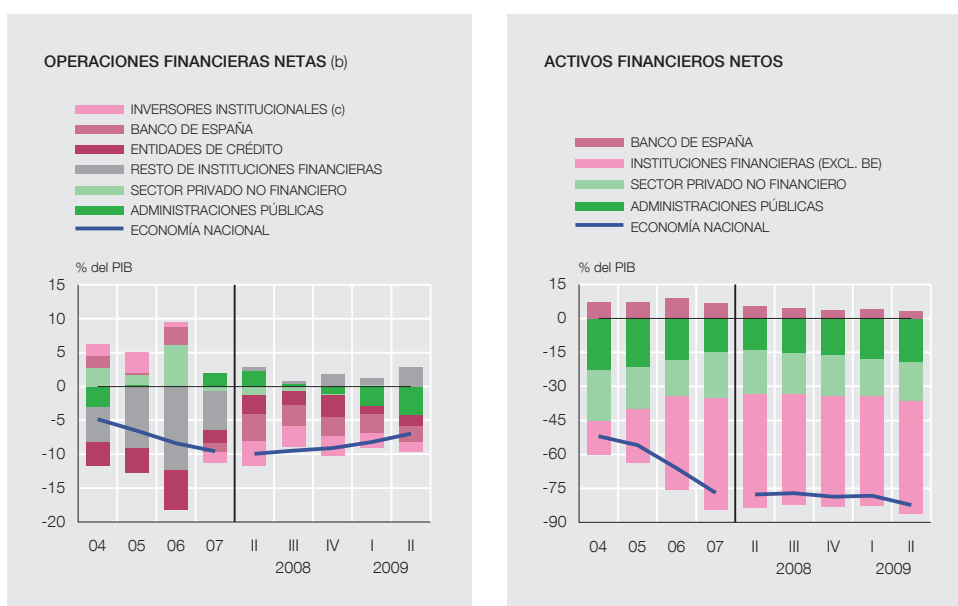


FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

El incremento de los pasivos durante los últimos 12 meses, junto con el retroceso del PIB, se ha traducido en un rápido ascenso de la ratio de deuda sobre el PIB, que ha pasado del 35,8% a mediados de 2008 al 47% en junio de 2009. El descenso de los tipos de interés ha suavizado el impacto del crecimiento del endeudamiento sobre la carga financiera asociada, que se elevó marginalmente hasta el 1,7% del PIB (1,6% un año antes). A medio plazo, no obstante, la normalización del tono de política monetaria implicará previsiblemente un aumento en el coste de financiación. En este contexto, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, es importante que las cuentas públicas retomen pronto una senda de consolidación fiscal.





FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.  
 b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
 c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2009, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo, y se situó en el 7% del PIB en términos acumulados de 12 meses, frente al 8,2% de marzo. Por sectores, esta evolución resultó de las menores necesidades de financiación de las sociedades y del aumento del saldo acreedor de los hogares, que compensaron el aumento del déficit de las AAPP (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que, en línea con el aumento del déficit público, el grueso de las necesidades de financiación de la nación se cubrió mediante la deuda emitida por las AAPP (4,2% del PIB, en términos acumulados de un año) (véase gráfico 28). Por su parte, los inversores institucionales siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo entre junio de 2008 y mediados de 2009, aunque en menor medida que tres meses antes. Asimismo, aumentaron los recursos netos captados en el extranjero a través de activos emitidos por las entidades de crédito (hasta el 1,7% del PIB), aunque se elevaron las salidas netas de capitales materializadas a través de los instrumentos emitidos por el resto de instituciones financieras (distintas de los inversores institucionales y del Banco de España). Por último, el flujo neto del Banco de España frente a los no residentes volvió a ser negativo, pero por un importe inferior al observado en marzo (-2,3% del PIB, frente al -2,8%).

Los flujos financieros frente al exterior evidencian un nuevo retroceso en términos acumulados de 12 meses. No obstante, el detalle trimestral muestra una cierta recuperación de estos entre marzo y junio, aunque sin alcanzarse los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El volumen de entradas de capital disminuyó hasta situarse algo por encima del 4% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, 4,3 pp por debajo del registro de marzo (véase cuadro 8). Esta reducción fue generalizada por instrumentos, observándose los mayores retrocesos en los depósitos y en los valores distintos de acciones

% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009	
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-8,2	-7,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,6	14,0	3,0	0,4	-2,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,3	-2,1	-5,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	-0,5	-2,3	-5,6
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,3	-0,2	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,0	1,8	1,5	0,7	1,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	0,2	-0,9	-1,5	-1,5
Acciones y otras participaciones	5,1	10,4	8,6	1,9	2,5	2,2
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,4	3,2	2,6	1,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,1	-1,6	-0,8	-0,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	0,9	1,0	1,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,0	23,5	12,1	8,6	4,3
Depósitos	5,6	0,3	7,3	9,0	4,3	1,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	6,2	1,9	0,9
Valores distintos de acciones	15,8	21,3	8,1	-2,4	0,3	-0,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,4	1,3	2,5	3,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,9	-1,1	-1,2
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,3	5,8	-1,8	-1,0	-2,9
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	3,4	1,9	1,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	2,5	1,2	0,6
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,2	2,5	2,6
Otros neto (c)	-0,9	-0,5	0,1	0,7	0,4	0,0
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,4	9,6	5,0	4,9	4,0
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	4,4	2,8	2,4

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

emitidos por las Otras instituciones financieras no monetarias, entre las que se encuentran los fondos de titulización (los recibidos por las AAPP a través de la emisión neta de este tipo de títulos aumentaron 1 pp). Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB disminuyó 0,4 pp, y se situó en el 2,4%.

Las salidas de capital acumuladas entre mediados de 2008 y junio de 2009 arrojaron un signo negativo (-2,7% del PIB, frente al 0,4% de marzo) (véase cuadro 8), aunque fueron positivas en términos trimestrales. Por instrumentos, el mayor retroceso se registró en los depósitos interbancarios, de forma que, en términos netos, el saldo de recursos captados por esta vía se incrementó en un año en una cuantía equivalente al 6,5% del PIB. En contraste, aumenta-

ron las compras netas de valores distintos de acciones, que pasaron a ser positivas y alcanzaron un volumen equivalente al 0,5% del PIB, frente al -0,2% del trimestre previo. Por su parte, se redujo la adquisición neta de acciones y otras participaciones y, de forma aún más acusada, la inversión directa de España en el exterior, que pasó a situarse en el 4% del PIB, casi 1 pp menos que en marzo.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo aumentó hasta alcanzar el 82% del PIB, 4,2 pp por encima del valor de marzo (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue consecuencia, fundamentalmente, del incremento de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y las AAPP. También se incrementó el endeudamiento del sector privado no financiero frente al exterior, aunque en menor medida, mientras que disminuyó el saldo acreedor del Banco de España.

23.10.2009.



## Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009

Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre de 2009, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en los meses de julio a septiembre, así como sobre las perspectivas de los encuestados para el último trimestre del año. Junto con el cuestionario regular, volvió a incluirse un conjunto de preguntas ad hoc referidas a la situación en los mercados financieros mayoristas y a las medidas de apoyo público adoptadas por los Gobiernos, que son una repetición de las incorporadas en las tres ocasiones anteriores.

En general, los resultados apuntan a que la relativa estabilidad de los criterios de concesión, detectada en la Encuesta anterior, por parte de las entidades españolas, se mantuvo durante los meses del verano. Así, los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a empresas y a hogares para consumo y otros fines se endurecieron levemente, en claro contraste con trimestres pasados de fuerte tensionamiento, al tiempo que se mantuvieron sin cambios en el caso de los destinados a la adquisición de vivienda (véase gráfico 1). No obstante, las condiciones de los préstamos siguieron haciéndose más exigentes, en general, si bien en menor medida que en ocasiones anteriores. En el conjunto de la UEM, la oferta evolucionó de forma muy similar a lo ocurrido en nuestro país, siendo algo más restrictiva que en el trimestre anterior en los tres segmentos analizados, pero manteniéndose la tendencia hacia un ritmo de contracción cada vez menor.

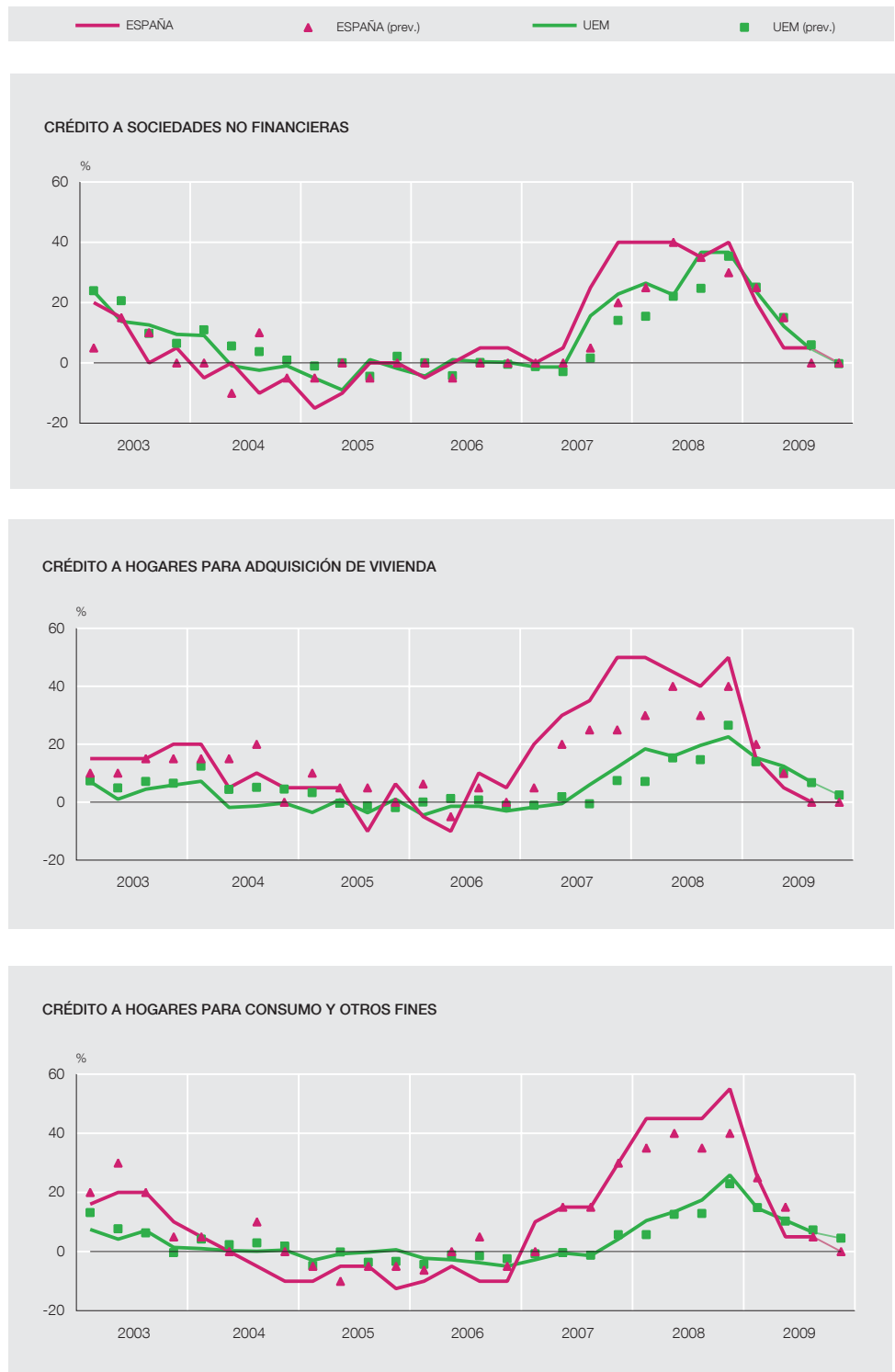
En el área del euro en su conjunto, la demanda de fondos para adquisición de vivienda de las familias, que ya había registrado una variación nula en el trimestre previo, mostró un ligero incremento en los tres meses transcurridos hasta septiembre (véase gráfico 2). Sin embargo, en España se produjo una cierta reversión de este proceso de mejora de las condiciones de demanda, observándose una caída, aunque moderada, en los últimos tres meses, que contrasta con las expectativas de las entidades manifestadas en la Encuesta anterior. En los otros segmentos continuaron moderándose los descensos en la demanda en ambas áreas geográficas, aunque todavía siguieron mostrando retrocesos significativos, que son algo menores en el caso de las peticiones de fondos de los hogares para consumo y otros fines en el conjunto de la UEM.

La dispersión en las respuestas de las entidades españolas (véase gráfico 3) volvió a ser pequeña, especialmente en lo que se refiere a los criterios de aprobación, siendo mayor en el caso de las peticiones de fondos de los hogares para adquisición de vivienda, que es donde se ha producido el cambio más significativo con respecto al trimestre anterior.

Las medidas de apoyo público al sector financiero continuaron teniendo un impacto favorable sobre la capacidad de acceso de los intermediarios a la financiación mayorista, siendo este ligeramente superior al del trimestre precedente, en España, y similar, en la UEM. A pesar de

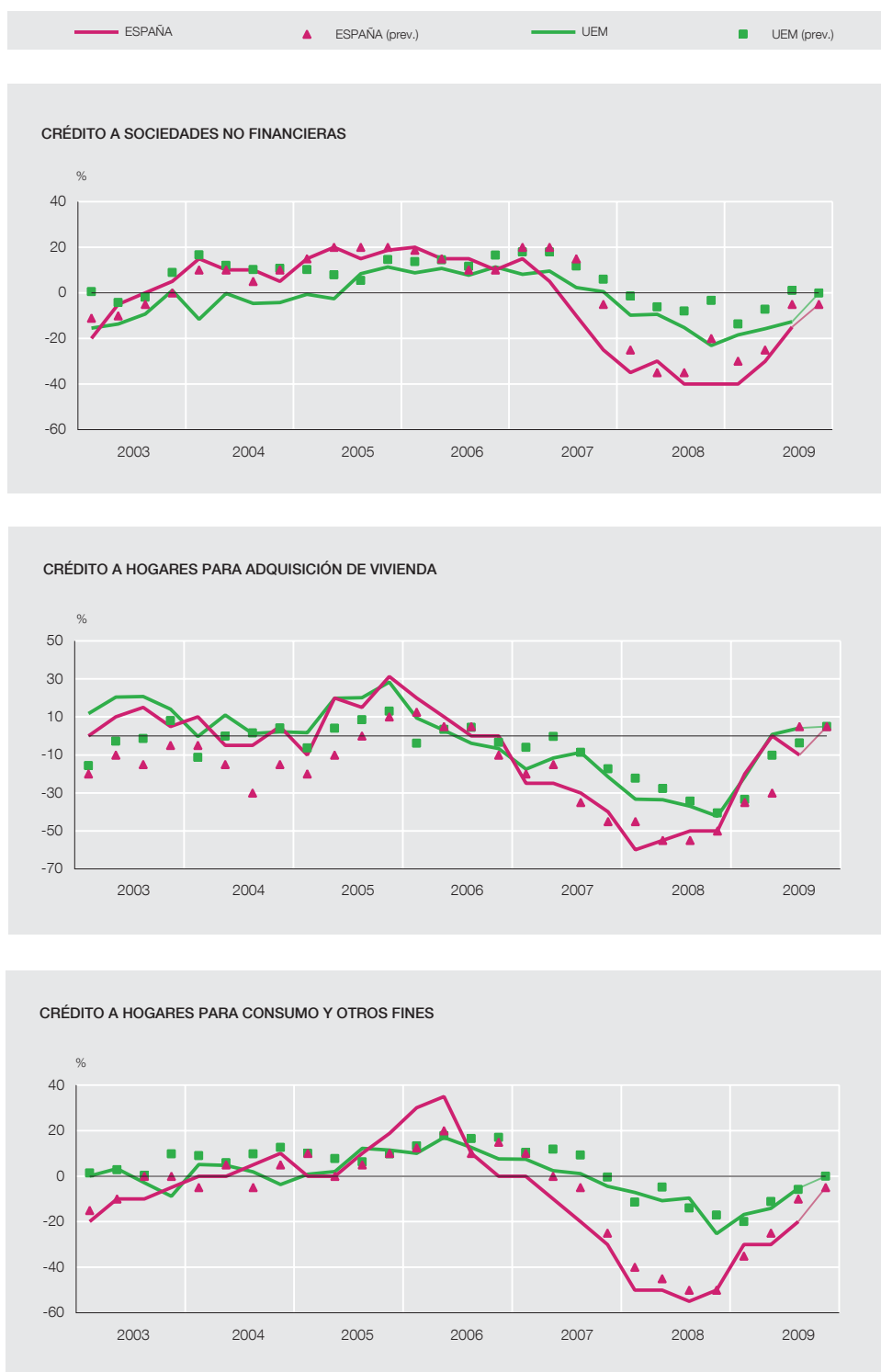
---

1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.



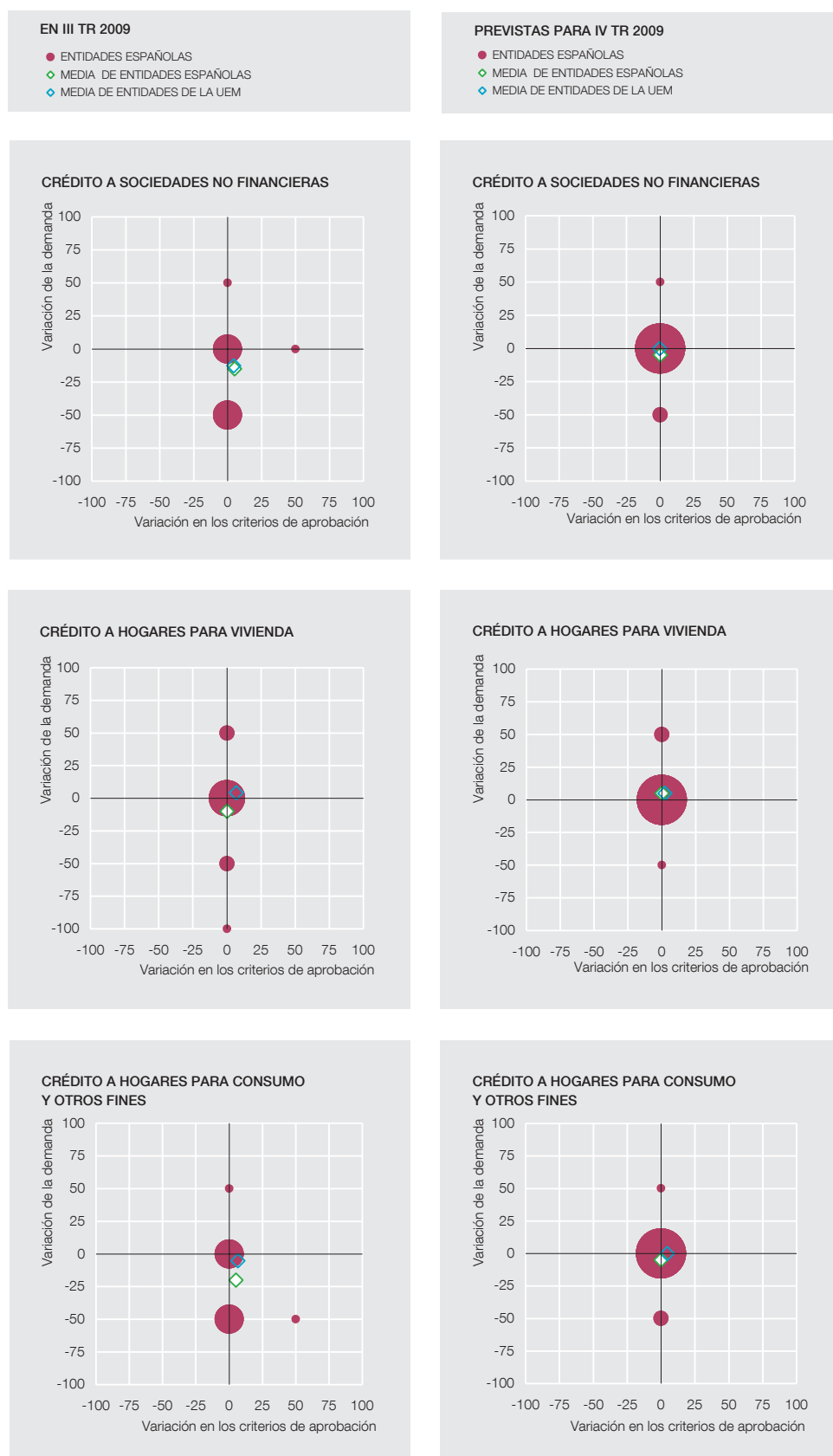
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1 + % de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios x 1/2 - % de entidades que han relajado en cierta medida los criterios x 1/2 - % de entidades que han relajado considerablemente los criterios x 1.
- b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

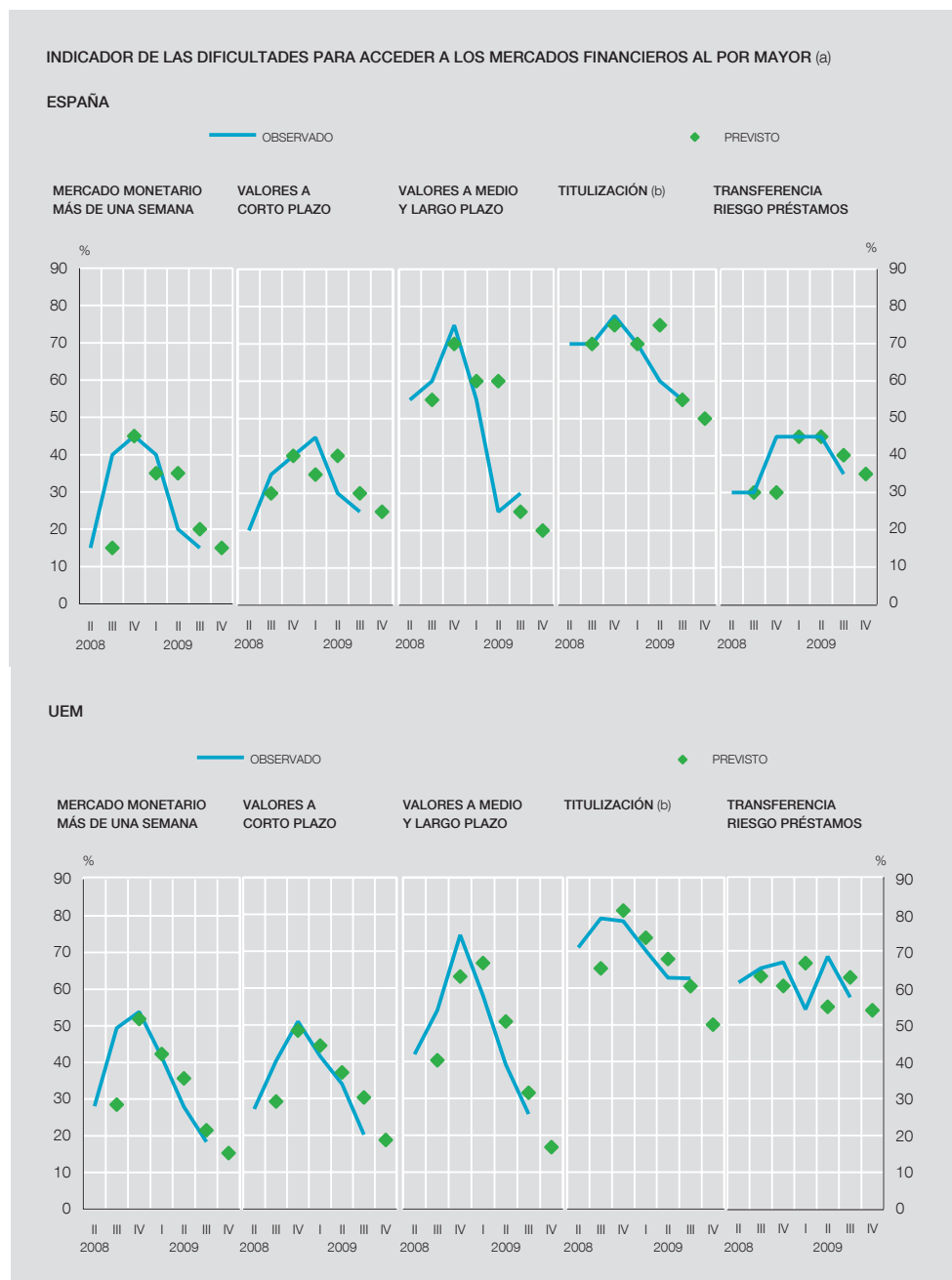
- a. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan un cierto aumento x 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso x 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.
- b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.





FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan ciertas dificultades  $\times$  1/2 + % de entidades que señalan dificultades considerables  $\times$  1.

b. Media de titulización de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

ello, las entidades encuestadas siguieron indicando la persistencia de dificultades en estos mercados, que, no obstante, fueron, en general, de nuevo menos acusadas que las declaradas en la encuesta anterior (véase gráfico 4).

Analizando las respuestas al cuestionario regular con mayor detalle (véase cuadro 1), se observa que el endurecimiento registrado en los criterios de aprobación de nuevos créditos a empresas, tanto por parte de las entidades españolas como por parte de las del resto del área del euro, fue pequeño en todos los casos. Aun así, en términos relativos, la oferta volvió a contraerse

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.											
RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Préstamos a corto plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Préstamos a largo plazo	0	2	7	0	0	1	20	11	22	22	8
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	0	-2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	-10	-5
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	15
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	20	21
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	10
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	7
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	2	3	5	0	0	0	50	35	41	45	21
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	7
Garantías requeridas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	10
Compromisos asociados al préstamo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	8
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	5
PREVISIONES DE OFERTA											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos a largo plazo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	-0
DEMANDA											
En general	0	4	5	1	0	0	-30	-15	34	-30	-13
Préstamos a corto plazo	0	3	6	1	0	0	-20	-10	32	-25	-13
Préstamos a largo plazo	0	5	4	0	0	1	-50	-28	26	-33	-17
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	1	4	5	0	0	0	-50	-30	35	-30	-33
Existencias y capital circulante	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-15	-0
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	4	5	0	0	1	-40	-22	26	-22	-21
Reestructuración de la deuda	0	0	3	7	0	0	70	35	24	45	23
Financiación interna	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-20	-0
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	6
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-2
Emisión de valores de renta fija	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-10	-6
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
PREVISIONES DE DEMANDA											
En general	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-5	-0
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	5
Préstamos a largo plazo	0	4	5	0	0	1	-40	-22	26	-22	-9

## Resultados detallados de las entidades españolas. Octubre de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	6
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	1	0	0	0	0	24	5	2
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	5	-2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	-5	-4
Competencia de otras entidades	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	6	1	0	0	20	10	32	20	14
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	4	5	1	0	0	30	15	34	20	18
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	2	7	1	0	0	10	5	28	20	7
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	2	3	5	0	0	0	50	35	41	45	18
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	7
Garantías requeridas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	10
Compromisos asociados al préstamo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	7
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	6
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-0
DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	6	1	0	0	-20	-10	32	-30	-11
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	0	3
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	20	11	22	11	7
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	10	6	17	6	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	7	2	0	1	-20	-11	22	0	-2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	7	2	0	1	-20	-11	22	-11	-4
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	6	0	0	1	30	17	25	22	12
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	4	5	0	0	1	40	22	26	28	18
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	3	6	0	0	1	30	17	25	17	9
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	20	11	22	22	9
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	4	4	0	0	1	50	33	35	44	18
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	10	6	17	0	5
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	4	5	0	0	1	40	22	26	22	8
Garantías requeridas	0	4	5	0	0	1	40	22	26	28	10
Compromisos asociados al préstamo	0	4	5	0	0	1	40	22	26	17	9
Plazo de vencimiento	0	2	7	0	0	1	20	11	22	28	7
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a grandes empresas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	1
DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	4	5	0	0	1	-40	-22	26	-39	-18
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-10	-6	17	-17	-3

## Resultados detallados de las entidades españolas. Octubre de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	7
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	10
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	7
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	4
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	35	13
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	3
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	7
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
DEMANDA	1	2	5	2	0	0	-10	-10	46	0	4
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	4	4	1	0	0	-40	-25	42	-20	-6
Confianza de los consumidores	0	4	5	1	0	0	-30	-15	34	-25	-9
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-20	-1
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	3
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
PREVISIONES DE DEMANDA	0	1	7	2	0	0	10	5	28	5	5
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	7
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	10
Solvencia de los consumidores	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	10
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	4
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	9
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	5	0	0	0	50	25	26	30	14
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	6
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	5
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
DEMANDA	0	5	4	1	0	0	-40	-20	35	-30	-5
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	6	1	0	0	-20	-10	32	-35	-5
Confianza de los consumidores	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-30	-11
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-15	-4
Ahorro de las familias	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-15	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-10	0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Dependiendo de la pregunta concreta, «-» («- -») indica un cierto (considerable) endurecimiento de los criterios de oferta y de las condiciones de oferta, una cierta (considerable) disminución de la demanda o una cierta (considerable) contribución al endurecimiento de la oferta o al descenso de la demanda. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El signo «o» indica ausencia de cambios o contribución nula a la variación en la oferta o la demanda. «NC» significa no contesta.

b. Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta (o visto incrementada su demanda) menos el porcentaje de entidades que han relajado su oferta (o han visto reducirse su demanda). En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta (o a la expansión de la demanda) menos porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario.

c. Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

algo más en los préstamos a plazos medios y largos, así como, en el caso de España, en los destinados a las grandes compañías frente a los correspondientes a las pymes. En relación con el trimestre anterior, se ha producido una convergencia entre los resultados para el conjunto de la UEM y los relativos a nuestro país. Las condiciones de los préstamos se hicieron más restrictivas, de forma generalizada, aunque, en la mayoría de los casos, lo hicieron menos que tres meses atrás. Entre los factores explicativos del descenso en la oferta, los relacionados con la evaluación de los riesgos económicos y sectoriales contribuyeron, una vez más, de manera destacada. Por el contrario, la situación de liquidez de las entidades (como ya ocurriera en el trimestre anterior) y las condiciones de acceso a la financiación (por primera vez en esta ocasión) propiciaron una ligera relajación de los criterios, mientras que la competencia de otras entidades o mercados continuó mostrando efectos nulos en España y pasó a tenerlos ligeramente expansivos en la UEM.

El ritmo de caída de la demanda de financiación de las empresas a las entidades españolas volvió a reducirse entre julio y septiembre, al igual que lo hizo en la UEM. No obstante, en esta última la ralentización fue menor, de manera que se ha producido aquí también una convergencia entre ambas áreas geográficas. Por segmentos, el descenso en las solicitudes de fondos durante el tercer trimestre siguió siendo mayor en las operaciones con las grandes compañías que con las pymes y en las de largo plazo frente a las de corto, si bien las diferencias fueron menores en el área del euro. Esta evolución volvió a ser el resultado, principalmente, de las menores necesidades de financiación relacionadas con las inversiones en capital fijo, en operaciones de fusión y adquisición y, en el caso de España, también en existencias y capital circulante; todo lo cual más que compensó el incremento de las peticiones ligadas a procesos de reestructuración de la deuda. Entre las fuentes alternativas de financiación, cabe destacar el impacto de los mayores recursos internos de las empresas, en España, y de las emisiones de valores de renta fija, en general, que siguieron contribuyendo a reducir la demanda de crédito.

En el segmento de los créditos a los hogares para adquisición de vivienda, los criterios de aprobación permanecieron estables en España y se endurecieron ligeramente en la UEM. Las condiciones de financiación registraron variaciones menores que en períodos anteriores, destacando únicamente la ampliación, nuevamente, de los márgenes correspondientes a los préstamos de mayor riesgo y, en mucha menor medida, el incremento de los diferenciales en el resto de operaciones, así como la disminución en la relación entre el principal y el valor de la garantía. Como ya se ha señalado, la demanda volvió a reducirse en nuestro país, en contra de lo esperado previamente, e impulsada por las expectativas negativas sobre el mercado de la vivienda y por la falta de confianza de los consumidores. El mayor ahorro de las familias también habría contribuido al descenso en las peticiones recibidas por las entidades encuestadas, que, sin embargo, se habrían visto favorecidas por un incremento en la captación de negocio procedente de otras instituciones. En la UEM, sin embargo, la demanda de este tipo de financiación habría registrado un ligero incremento, favorecida por un comportamiento menos negativo de las perspectivas económicas de los prestatarios.

En los préstamos a los hogares para consumo y otros fines, el aumento en el grado de exigencia de los criterios de aprobación se mantuvo, en España, en el mismo nivel, próximo a cero, del período anterior. En la UEM, la evolución en estos últimos tres meses fue similar, aunque en este caso eso supuso una cierta reducción con respecto al ritmo de endurecimiento de la Encuesta precedente. En ambas áreas geográficas, las entidades volvieron a destacar los riesgos relacionados con la situación económica en general y con la solvencia de los consumidores como los principales factores explicativos, si bien la importancia otorgada a los mismos continuó descendiendo con respecto a las ediciones precedentes. Todas las condiciones

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos a las tensiones financieras.  
Octubre de 2009

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
<b>IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA RECAPITALIZACIÓN Y AVALES PÚBLICOS POR PARTE DEL GOBIERNO</b>								
Últimos tres meses	4	5	1	0	90	65	55	35
Próximos tres meses	3	6	1	0	90	60	45	26
<b>DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	2	10	5	5	8
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	3	5	2	30	15	20	18
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	3	6	0	40	25	30	20
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	1	4	4	1	50	30	25	26
Titulización de préstamos a empresas (d)	4	2	0	4	60	50	60	65
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	5	2	0	3	70	60	60	60
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	2	3	1	4	50	35	45	57
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	
<b>DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	2	10	5	5	7
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	3	5	2	30	15	20	15
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	3	6	0	40	25	30	19
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	4	5	1	40	20	25	17
Titulización de préstamos a empresas (d)	3	3	0	4	60	45	50	51
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	4	3	0	3	70	55	60	49
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	2	3	1	4	50	35	40	54
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	

de los préstamos volvieron a hacerse más restrictivas, aunque con menor intensidad que en los seis primeros meses del año (con la excepción de los gastos excluidos intereses en España). Destaca nuevamente la ampliación de los márgenes en las operaciones de mayor riesgo. La demanda se contrajo a menor ritmo que entre los meses de abril y junio, aunque sigue mostrando un comportamiento más negativo en nuestro país que en el conjunto del área del euro. A esta evolución contribuyeron la caída en la confianza de los consumidores, el menor gasto en consumo duradero, el mayor ahorro de las familias y el retroceso en la adquisición de valores.

En relación con las contestaciones a las preguntas ad hoc (véase cuadro 2), el efecto de las medidas de apoyo aprobadas por el Gobierno en la última parte de 2008 continuó siendo importante y, en el caso de nuestro país, incluso más elevado que tres meses antes; se espera que dicha situación se mantenga durante el trimestre en curso. A pesar de ello, las entidades siguieron señalando la existencia de dificultades en el acceso a los mercados de financiación mayorista, que volvieron a ser particularmente elevadas en los de titulización de préstamos y transferencia del riesgo de crédito, pero que, en general, fueron menores que las declaradas en la encuesta de julio. En los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo se observa un ligero incremento de las dificultades de acceso señaladas por las entidades españolas, que, no obstante, se produce tras un considerable descenso en el trimestre anterior. La influencia sobre el importe y el margen al que las entidades están dispuestas a conceder nuevos fondos continuó moderándose, en general, de manera análoga a lo sucedido en la

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos a las tensiones financieras.  
Octubre de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
1 Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	1	5	2	2	60	35	45	38
Efecto sobre el margen	1	5	2	2	60	35	45	39
2 Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	0	4	3	3	40	20	25	30
Efecto sobre el margen	1	4	2	3	50	30	40	49
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS QUE SE CONCEDERÁN. PRÓXIMOS TRES MESES								
1 Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	1	5	2	2	60	35	50	44
Efecto sobre el margen	1	5	2	2	60	35	40	43
2 Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	0	4	2	4	40	20	50	32
Efecto sobre el margen	0	4	2	4	40	20	35	45
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	1	7	2	0	80	45	50	44
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4	0	60	30	40	26
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	1	7	2	0	80	45	50	44
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4	0	60	30	35	26

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. La entidad no utiliza dicha fuente de financiación o la pregunta no es aplicable por no haber percibido dificultades en el acceso.  
b. Porcentaje de entidades que señalan efecto considerable o cierto efecto.  
c. Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 los efectos considerables y por 1/2 los efectos de menor cuantía.  
d. Incluye tanto los créditos que son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

Encuesta anterior, aunque con una intensidad ligeramente mayor. En lo que se refiere a los efectos relacionados con el nivel de capitalización de las entidades, estas señalaron un nuevo impacto negativo sobre los fondos propios y sobre la disposición a conceder nuevos préstamos, que fue levemente inferior al registrado en el cuestionario previo, en nuestro país, y similar al anterior, en el conjunto de la UEM.

De cara al trimestre en curso, las entidades, tanto de España como de la UEM, esperaban ligeras mejoras adicionales en el acceso a los mercados de renta fija a medio y largo plazo y en el acceso a los de titulización. No obstante, en términos de los efectos de dicha situación sobre su política crediticia, no se esperaban cambios destacables, de modo que estos seguirían siendo, en general, negativos. Aún así, los encuestados anticipaban que su oferta de crédito permanecerá estable, con tan solo ligeros endurecimientos en los criterios de aproba-

ción de nuevos préstamos a hogares en la UEM (véase gráfico 1). Por el lado de la demanda, las entidades de una y otra área volvían a prever un pequeño aumento de las solicitudes de fondos para adquisición de vivienda, mientras que en los otros dos segmentos analizados —crédito a sociedades y a hogares para consumo y otros fines—, o bien las peticiones permanecerían en niveles similares (en la UEM) o bien registrarían descensos de escasa cuantía (en España), los cuales, no obstante, serían algo mayores en la demanda de financiación a medio y largo plazo de las empresas.

19.10.2009.



DETERMINANTES Y CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO  
EN ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Paloma López-García y Sergio Puente, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

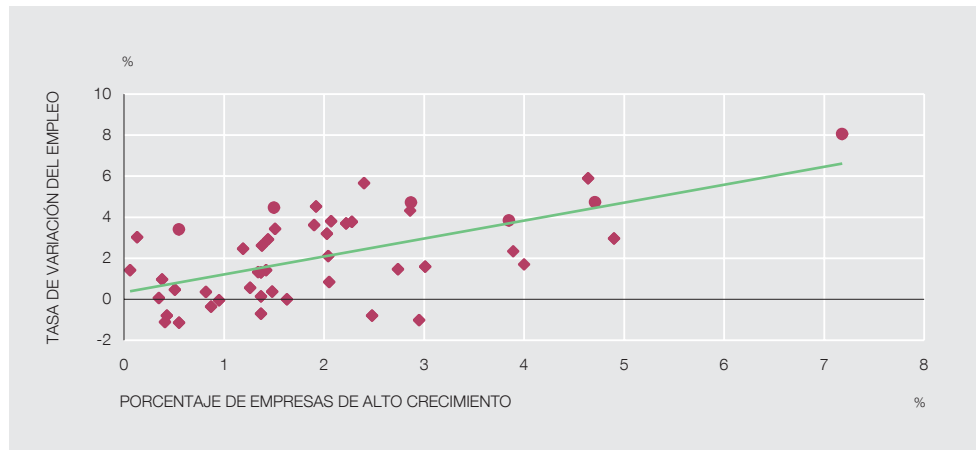
### Introducción<sup>1</sup>

Numerosos estudios realizados para distintas economías han puesto de manifiesto que un número reducido de empresas es responsable de la creación de la mayor parte de los nuevos puestos de trabajo<sup>2</sup>. Además, parece existir una relación entre el porcentaje de estas empresas y el incremento del empleo agregado de la economía (véase gráfico 1). En España, la información disponible sobre las empresas de alto crecimiento de empleo es escasa y se reduce a la cuantificación de Hoffman y Junge (2006) y al análisis realizado por la OCDE a partir de los datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)<sup>3</sup>. Este último trabajo utiliza información sobre una muestra representativa de empresas manufactureras ya establecidas, con un tamaño superior a los 10 empleados, durante el período 1990-1994. Sin embargo, dado que, de acuerdo con los estudios realizados para otros países, son las empresas jóvenes y que operan en el sector servicios las que tienen una mayor probabilidad de integrar el grupo de empresas de alto crecimiento, la información proporcionada por este trabajo, aunque valiosa, quizás ofrezca una imagen parcial del fenómeno. Además, tanto el estudio de la OCDE como la mayor parte de los existentes en otros países describen las características de este grupo de empresas comparadas con las de un grupo de control, pero no realizan un análisis de sus diferentes determinantes. En este artículo se resumen las principales conclusiones de un trabajo en el que se cuantifica la importancia de estas empresas en España y se efectúa un análisis de los factores que las distinguen.

Para este propósito se hace uso de una base de datos construida a partir de la información proporcionada por el Directorio Central de Empresas (INE) y la Central de Balances-Registros Mercantiles (Banco de España) que contiene información económica y financiera de un número significativo de sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas (entre 100.000 y 200.000 empresas, dependiendo del año), durante el período comprendido entre 1996 y 2003<sup>4</sup>.

El artículo está estructurado de la siguiente manera. En la próxima sección se introducen los criterios utilizados para considerar a una empresa como de alto crecimiento. Además, se realiza un análisis comparativo de su número e importancia para la creación de empleo en España con respecto a otros países de nuestro entorno, así como una primera aproximación a sus características más relevantes. La sección tercera presenta los resultados de un análisis multivariante de los determinantes de las empresas de alto crecimiento. Además, se analiza el proceso de crecimiento de estas empresas, lo que incluye tanto sus fuentes de financiación como el tipo de contrato utilizado. La sección cuarta presenta, por último, las principales conclusiones.

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo del Banco de España n.º 0920, *What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data*. 2. Véanse Birch y Medoff (1994) y Kirchoff (1994) para Estados Unidos; Storey (1994) y Gallagher y Miller (1991) para Reino Unido; Picot et ál. (1994) para Canadá, y Schreyer (2000) para Alemania, Holanda, Italia, España, Suecia y la región de Quebec, en Canadá. 3. Véase Schreyer (2000). 4. Esta base de datos dispone de información sobre todas las altas y bajas de empresas en el período considerado. Además, incluye empresas de pequeño tamaño (con al menos un empleado), siempre y cuando hayan sido constituidas como sociedad de responsabilidad limitada o sociedad anónima. Por último, se cubren todos los sectores de actividad de la economía de mercado, con la excepción del financiero. La base de datos cuenta con algunas limitaciones. En particular, hay que señalar que la información disponible se refiere a un período de fuerte crecimiento de la economía, lo que podría distorsionar algunos resultados. Además, dado que la fuente fundamental de información son los registros mercantiles, solo se incluyen aquellas empresas que de forma voluntaria hayan depositado sus cuentas en los mismos, lo que podría resultar en una infrarrepresentación de las empresas que atraviesen por dificultades económicas. Por último, la muestra no incluye a los trabajadores por cuenta propia, que representan en torno a un 60% del total de las empresas españolas. Para una descripción más detallada de las características y del proceso de construcción de la base de datos, véase López-García y Puente (2007).



FUENTES: Hoffman y Junge (2006) y base de datos STAN de la OCDE.

### **Las empresas de alto crecimiento en España**

En la literatura económica se suelen clasificar como de alto crecimiento aquellas empresas que presentan un crecimiento del empleo por encima de un cierto umbral durante un período determinado. Por ejemplo, Hoffman y Junge (2006) incluyen en esta categoría las empresas en las que aumenta la ocupación al menos un 60% en dos años, con un mínimo incremento anual del 20% y un tamaño inicial de más de 10 empleados<sup>5</sup>. Dichos autores aplican esta definición a 17 países de la OCDE para el período comprendido entre 1999 y 2003, y encuentran que Corea, Estados Unidos y Reino Unido presentan los mayores porcentajes de empresas de alto crecimiento —con más de un 3% de media en el período analizado—, mientras que en Alemania, Japón y Austria este porcentaje se sitúa por debajo del 1% (véase cuadro 1). España, con un porcentaje de empresas de alto crecimiento en torno al 2%, se situaría en el promedio europeo.

La definición utilizada por Hoffman y Junge exige un tamaño mínimo inicial con el objetivo de reducir, en la medida de lo posible, el sesgo hacia las pequeñas empresas que toda medida de crecimiento proporcional introduce<sup>6</sup>. Sin embargo, dada la estructura productiva española —caracterizada por empresas de tamaño reducido—, parece preferible utilizar una definición alternativa que no exija un tamaño mínimo inicial. Con este objetivo, se calcula un indicador que combina una medida de crecimiento relativo o proporcional y una de crecimiento del empleo de la empresa en términos absolutos [véase Schreyer (2000)]<sup>7</sup>. Se consideran empresas de alto crecimiento aquellas que tienen un valor del indicador situado en el 10% superior de la distribución. La aplicación de ese indicador a la muestra de empresas analizada pone en evidencia que un pequeño porcentaje de las mismas creó la mayor parte de los puestos de trabajo generados en el período<sup>8</sup>.

5. La exigencia de un crecimiento de empleo anual mínimo se realiza para poder desechar crecimientos ficticios resultantes, por ejemplo, de la fusión de dos empresas. 6. En concreto, económicamente, pasar de 1 a 2 empleados no es equivalente a hacerlo de 100 a 200, aunque el crecimiento proporcional en ambos casos sea del 100%. 7. El indicador utilizado en Schreyer (2000) es el siguiente:  $S = (X_{t+3} - X_t) \frac{X_{t+3}}{X_t}$ , donde  $X_t$  es el empleo al principio del período y  $X_{t+3}$

el empleo al final. Debe tenerse en cuenta que, al utilizar este criterio, los umbrales que permiten caracterizar una empresa como de alto crecimiento diferirán entre países, períodos, etc. 8. Más concretamente, se analiza el crecimiento de todas las empresas en la muestra durante un período de tres años (se dispone, por lo tanto, de cinco períodos solapados de tres años cada uno entre 1996 y 2003). Se encuentra que el 10% de empresas con un mayor valor del indicador combinado creó, en media, más del 100% del total de empleo neto generado durante los tres años analizados. Si se restringe el grupo de empresas analizadas a aquellas con un tamaño inicial de menos de 20 empleados, tan solo un 7,7% es clasificado como de alto crecimiento. Sin embargo, ese porcentaje de empresas aportó, en media, en torno al 80% del empleo neto total creado por el grupo de pequeñas empresas en un período de tres años.

País	1999-2001	2000-2002	2001-2003
Corea	7,2	4,6	4,9
Reino Unido	3,9	3,0	2,7
Estados Unidos	4,0	3,0	2,5
Italia	3,9	2,3	2,0
Portugal	4,7	1,4	1,4
Suiza	3,8	1,7	1,2
Suecia	2,9	2,0	1,6
España	2,4	2,1	1,9
Finlandia	2,9	1,5	1,4
Unión Europea	2,4	1,5	1,3
Dinamarca	2,1	1,5	1,4
Bélgica	2,2	1,4	1,0
Francia	1,9	1,2	1,0
Holanda	1,5	1,4	0,8
Noruega	1,3	1,3	0,9
Alemania	0,6	0,4	0,4
Japón	0,4	0,4	0,6
Austria	0,1	0,1	0,5

FUENTE: Hoffman y Junge (2006).

Con el fin de analizar los rasgos distintivos de este tipo de empresas, en el cuadro 2 se realiza una primera descripción de sus características, comparándose su distribución en términos de tamaño, sector, edad, ratio de endeudamiento y salario medio por trabajador con las del resto de empresas (grupo de control). Se ha considerado una clasificación sectorial que agrupa los sectores de acuerdo con su intensidad tecnológica, distinguiendo entre industrias productoras de tecnología, industrias utilizadoras de tecnologías e industrias no tecnológicas<sup>9</sup>.

Se observa que la mayoría de las empresas de alto crecimiento (casi un 70%) tenía el primer año del período analizado, un tamaño reducido. Sin embargo, el porcentaje de empresas pequeñas en el grupo de control es incluso superior. Son las empresas medianas (entre 20 y 250 empleados) y grandes (más de 250 empleados) las que tienen una presencia relativamente mayor en el grupo de empresas de alto crecimiento, en comparación con el resto<sup>10</sup>. En segundo lugar, no parece que la distribución por sectores de actividad de un grupo y otro de empresas sea significativamente diferente. Si acaso, los sectores manufactureros, de construcción y las ramas productoras de tecnología del sector servicios mostrarían una cierta sobrerrepresentación de empresas de alto crecimiento. Por otra parte, en torno a un cuarto de las empresas de alto crecimiento es de reciente creación, frente a un porcentaje muy inferior en el grupo de control (14%). La edad, por tanto, parece ser un factor determinante para que una empresa experimente un crecimiento acelerado del empleo. También se aprecia cierta diferencia entre unas empresas y otras en la ratio de endeudamiento y, sobre todo, en el sa-

9. Para una definición detallada de los sectores, véase López-García y Puente (2009). 10. Es importante tener en cuenta, sin embargo, que la información disponible y el indicador combinado de crecimiento utilizado para distinguir a las empresas de alto crecimiento no permiten discriminar entre el crecimiento interno de la empresa y el crecimiento «adquirido» a través de reestructuraciones, lo que está sesgando seguramente los resultados a favor de las grandes empresas. La razón es, como Davidsson y Delmar (2003) demuestran en su estudio, que las pequeñas empresas suelen crecer de forma interna o real, y las grandes, a través de fusiones u otras reestructuraciones. El impacto sobre el empleo agregado de un tipo y otro de crecimiento no es, sin embargo, el mismo, siendo mayor el impacto del crecimiento de tipo interno u orgánico.

Media		Empresas de alto crecimiento	Resto de empresas
<b>POR TAMAÑO INICIAL:</b>			
Pequeño (<20)		68,5	91,5
Mediano (20-250)		27,5	8,2
Grande (>250)		4,0	0,4
<b>POR SECTOR:</b>			
Productores TIC manufacturas		0,6	0,3
Productores TIC servicios		2,5	1,1
Utilizadores TIC manufacturas		8,2	7,5
Utilizadores TIC servicios		26,3	35,1
Manufacturas no TIC		19,1	15,0
Servicios no TIC		22,0	25,8
Otros no TIC		21,2	15,1
NACIDA AL PRINCIPIO DEL PERÍODO		24,5	13,5
<b>RATIO DE ENDEUDAMIENTO:</b>			
DEUDA TOTAL SOBRE PASIVOS AL PRINCIPIO DEL PERÍODO	Media	0,6	0,6
	Mediana	0,7	0,6
	Desviación típica	0,2	0,2
<b>SALARIO MEDIO:</b>			
PAGO SALARIAL TOTAL DIVIDIDO POR EMPLEO AL PRINCIPIO DEL PERÍODO	Media	22,1	17,0
	Mediana	18,9	15,0
	Desviación típica	15,2	9,2

FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España (BDDEBE).

lario medio pagado en la empresa, claramente superior en las clasificadas como de alto crecimiento. Sin embargo, la relación entre cada uno de los factores propuestos en el cuadro 2 y el crecimiento del empleo podría estar recogiendo el efecto de otras variables. Para poder aislar estos elementos es necesario realizar un análisis multivariante de los determinantes de las empresas de alto crecimiento.

### **Un análisis de los determinantes de las empresas de alto crecimiento**

En esta sección se presentan los resultados de la estimación de un modelo multivariante (tipo probit), que permite estimar aisladamente el efecto de cada uno de los determinantes sobre la probabilidad de que una empresa pueda considerarse como de alto crecimiento —de acuerdo con la definición dada en el apartado precedente—. En este modelo la variable dependiente es un indicador que toma el valor 1 si la empresa es de alto crecimiento y 0 en caso contrario, por lo que un efecto positivo debe interpretarse como un incremento de la probabilidad de que la empresa sea de alto crecimiento si la variable correspondiente crece.

En cuanto a los determinantes, la literatura recoge una serie de factores que podrían propiciar el crecimiento en términos de empleo de una empresa. Entre ellos destacan las condiciones financieras y el capital humano del que la empresa dispone. En este caso<sup>11</sup>, las condiciones financieras que afrontan las empresas se recogen a través de su ratio de endeudamiento<sup>12</sup>. Por

<sup>11</sup>. En López-García y Puente (2009) se analizan multitud de especificaciones alternativas, incluyendo regresores adicionales, como el tamaño de la empresa o la existencia de convenio propio, o utilizando definiciones alternativas de alto crecimiento, o una definición basada en el crecimiento del valor añadido en vez de en el crecimiento del empleo. Los resultados obtenidos en todos los casos son muy similares a los presentados en este artículo. <sup>12</sup>. Definido como deuda total sobre pasivo. Los resultados no cambian si se considera solamente la deuda a largo plazo. También se computa el cuadrado de la ratio de endeudamiento, lo cual potencialmente permite captar la posibilidad de que exista un endeudamiento óptimo, por debajo del cual mayor financiación externa favorece el crecimiento, pero por encima del cual lo dificulta.

Cambio en la probabilidad, en puntos porcentuales	
Crecimiento acelerado en el período anterior	29,15
Nacida al principio del período	32,00
CONDICIONES FINANCIERAS:	
Del primer al segundo cuartil de ratio de endeudamiento	2,20
Del segundo al tercer cuartil de ratio de endeudamiento	-0,45
CAPITAL HUMANO:	
Del primer al segundo cuartil de salario relativo	2,35
Del segundo al tercer cuartil de salario relativo	2,55

FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España (BDDEBE).

a. Estos efectos se han calculado de acuerdo con la estimación del modelo 1 descrito en López-García y Puente (2009), con la excepción del efecto de la edad, que está basado en el modelo 5 del mismo artículo. Todas las variables son significativas al 1%.

otra parte, el impacto de la calidad del capital humano se trata de captar con la prima salarial que paga la empresa con respecto al promedio del sector en que opera. También se tiene en cuenta el sector en que la empresa desarrolla su actividad, para recoger comportamientos sectoriales asimétricos, como, por ejemplo, el que ha podido registrar el sector de la construcción, así como una variable ficticia que señala si la empresa fue creada al principio del período considerado como indicador de la edad de la empresa. Por último, se incluye una variable que indica si la empresa fue clasificada como de alto crecimiento en el período anterior<sup>13</sup>.

Los resultados<sup>14</sup> muestran que, aun controlando por el crecimiento de la empresa en el período anterior, algunas de las variables analizadas parecen tener una influencia significativa. El cuadro 3 presenta una cuantificación de los efectos de un incremento en las variables explicativas sobre la probabilidad de que una empresa sea de alto crecimiento, medido en puntos porcentuales (pp). Así, el factor con una mayor incidencia sobre la probabilidad de ser una empresa de alto crecimiento es la edad: una empresa de reciente creación tiene hasta 30 pp más de probabilidad de convertirse en una empresa de alto crecimiento que una compañía que lleve operando ya un cierto tiempo en el mercado. Además, y en orden de importancia, el capital humano medio de la empresa tiene un efecto siempre positivo sobre la probabilidad de ser empresa de alto crecimiento, cuantificado en 2,5 pp por cada cuartil de aumento de la variable<sup>15</sup>. Por el contrario, el efecto de la deuda es positivo solo hasta un cierto punto, a partir del cual un mayor endeudamiento tiene un efecto negativo. Así, el paso del primer al segundo cuartil (es decir, un incremento de unos 20 pp en la ratio de endeudamiento) implica un aumento de la probabilidad de alto crecimiento de 2,2 pp, mientras que del segundo al tercer cuartil (un incremento adicional de unos 15 pp) dicha probabilidad cae. De acuerdo con nuestras estimaciones, el cambio de signo ocurre cuando la proporción de deuda sobre pasivo es aproximadamente del 70%.

<sup>13</sup>. El motivo por el que se introduce esta variable es que la causalidad de algunos de los determinantes puede operar en sentido inverso al estimado. Por ejemplo, una empresa con más capacidad de financiación puede tener más probabilidad de experimentar un alto crecimiento, pero también puede ocurrir al revés: una empresa con alto crecimiento en el pasado puede tener más posibilidades de obtener financiación. En López-García y Puente (2009) se incluye una estimación con variables instrumentales como alternativa, obteniéndose resultados muy similares. <sup>14</sup>. Los coeficientes y su significatividad se muestran en López-García y Puente (2009). <sup>15</sup>. El paso del primer al segundo cuartil, por ejemplo, implica aumentar de 0,78 a 1,03 la relación entre el salario medio pagado en la empresa con respecto al pagado en el resto de las empresas del sector.

Finalmente, en López-García y Puente (2009) se analiza también el patrón de desarrollo de las empresas de alto crecimiento. Los resultados más relevantes muestran que estas recurren en su proceso de expansión comparativamente más al empleo temporal que el resto de las empresas, sobre todo si operan en un sector de baja tecnología. Asimismo, se observa que las empresas de alto crecimiento recurren en mayor medida a la financiación mediante deuda, especialmente de largo plazo. Por último, cabe señalar que estas empresas tienen un importante diferencial de productividad positivo al principio del período de análisis con respecto al resto de empresas de su mismo sector, si bien este diferencial se reduce con posterioridad como consecuencia de la fuerte creación de empleo que experimentan.

## Conclusiones

En resumen, al igual que ocurre en otras economías desarrolladas, en España existe un número reducido de empresas que son muy intensivas en la generación de empleo y que, por lo tanto, son responsables de una parte sustancial de la creación de puestos de trabajo. Las empresas que reúnen estas características suelen ser empresas de reciente creación y con un nivel medio de cualificación de su personal comparativamente superior al del resto de empresas. Por ello, la eliminación de las barreras a la entrada de nuevas empresas en los mercados puede resultar particularmente relevante para el desarrollo de este tipo de empresas. Además, tanto las inversiones en educación como el esfuerzo por mejorar las relaciones entre el sistema educativo y las necesidades de las empresas podrían fomentar la aparición de un mayor número de empresas de este tipo. Finalmente, en relación con los aspectos financieros, se encuentra que un mayor acceso a recursos ajenos por parte de algunas empresas incrementa su probabilidad de alto crecimiento, por lo que parece ser también importante que las empresas cuenten con un entorno adecuado que permita la financiación de sus operaciones.

16.10.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- BIRCH, D., y J. MEDOFF (1994). «Gazelles», en Lewis, Solmon y Levenson (eds.), *Labor Markets, Employment Policy and Job Creation*, Westview Press, pp. 159-167.
- DAVIDSSON, P., y F. DELMAR (2003). «Hunting for new employment: the role of high-growth firms», en D. A. Kirby y A. Watson (eds.), *Small firms and economic development in developed and transition economies: a reader*, Ashgate Publishing, Hampshire, Reino Unido, pp. 7-19.
- GALLAGHER, C., y P. MILLER (1991). «New fast-growing companies create jobs», *Long Range Planning*, 24 (1), pp. 96-101.
- HOFFMAN, A. N., y M. JUNGE (2006). *Documenting data on high-growth firms and entrepreneurs across 17 countries*, mimeo.
- KICHHOFF, B. (1994). *Entrepreneurship and dynamic capitalism*, Westport, CT, Praeger.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., y S. PUENTE (2007). «A Comparison of the Determinants of Survival of Spanish Firms across Economic Sectors» en J. M. Arauzo-Carod y M. C. Manjón-Antolín (eds.), *Entrepreneurship, Industrial Location and Economic Growth*, Edward Elgar Publishing Limited, Reino Unido, pp. 161-183.
- (2009). *What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data*, Documentos de Trabajo, n.º 0920, Banco de España.
- PICOT, G., J. BALDWIN y R. DUPUY (1994). *Have Small Firms Created a Disproportionate Share of New Jobs in Canada? A Reassessment of the Facts*, Statistics Canada Working Papers, n.º 71.
- SCHREYER, P. (2000). *High-growth firms and employment*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, n.º 2000/3.
- STOREY, D. J. (1994). *Understanding the Small Business Sector*, Routledge, Londres.





## Introducción

En el transcurso del primer semestre de 2009, la evolución económica de América Latina mostró un perfil muy parecido al de la economía mundial. Como consecuencia del impacto de la crisis financiera internacional y de la brusca caída de la demanda mundial, se produjo un intenso retroceso en el primer trimestre, de magnitud similar al del último cuarto de 2008, y una ligera recuperación intertrimestral en el segundo trimestre. En términos de tasas interanuales, el PIB del conjunto de la región se contrajo un 2,8% en el primer trimestre, seguido de una caída del 3,9% en el segundo (véase cuadro 1).

Visto en perspectiva, se trata de la contracción más acusada de la actividad en la región en las tres últimas décadas, que supera a la registrada en el primer trimestre de 2002, y se asimila al retroceso experimentado en 1983, con la crisis de la deuda externa. De hecho, solo en 1932, durante los años de la Gran Depresión, puede encontrarse una caída del PIB (-4,7%) más pronunciada que la observada en la primera mitad de 2009 (véase gráfico 1). Sin embargo, a pesar de su intensidad, el ajuste real en América Latina no ha tenido las implicaciones particularmente severas y duraderas en términos de inestabilidad financiera de otras ocasiones, lo que acredita la reducción de las vulnerabilidades ocurrida en los últimos años y la solidez de la posición de partida en estas economías. Por otra parte, esta relativa solidez frente a la crisis actual distingue a América Latina de otras regiones emergentes —en particular, de algunos países de Europa del Este— y permite albergar mejores perspectivas sobre la capacidad de recuperación en la región. En este sentido, aunque los indicios de recuperación son menos generalizados que los que se observan en el Asia emergente, los indicadores de mayor frecuencia han mostrado signos de estabilización que apuntarían a que el punto más bajo del ciclo se habría alcanzado en el segundo trimestre.

La inflación, por su parte, se ha moderado significativamente en todos los países, retornando a tasas del 5,9% interanual en septiembre en el conjunto de la región, lo que supone una contención —de menor magnitud que la observada en otras economías avanzadas y emergentes— respecto a los máximos alcanzados a finales de 2008. En este contexto, los mercados financieros de la región han mostrado un comportamiento favorable desde el mes de marzo, que podría atribuirse no solo a la evolución positiva de los mercados internacionales, sino también al menor impacto de la crisis sobre los sistemas financieros de América Latina. Las previsiones de crecimiento para el año 2010 han comenzado a revisarse al alza, después de un año entero de revisiones a la baja.

Cabe preguntarse hasta qué punto la recuperación que comienza a percibirse en América Latina puede ser autosostenida, o depende de la mejora exterior y de las políticas económicas aplicadas para el sostenimiento de la demanda interna. En los dos primeros trimestres del año, solo la demanda externa tuvo una aportación positiva al crecimiento, como consecuencia de que la caída de las importaciones superó a la de las exportaciones. La demanda interna tuvo una contribución muy negativa en tasa interanual, aunque en tasa intertrimestral se ha observado un mejor comportamiento relativo en los meses más recientes en determinados países (Brasil). En este contexto, es probable que la recuperación siga dependiendo de las políticas económicas aplicadas —por lo que la retirada de los estímulos debería hacerse de forma gradual—, pero, en mayor medida, de que el entorno exterior mejore. A este respecto, la reciente recuperación de los flujos comerciales y financieros, la subida del precio de las materias primas y el inicio del ciclo de recomposición de inventarios a nivel global deberían proporcionar un cierto soporte a la recuperación. En cuanto a la evolución de las políticas económicas,

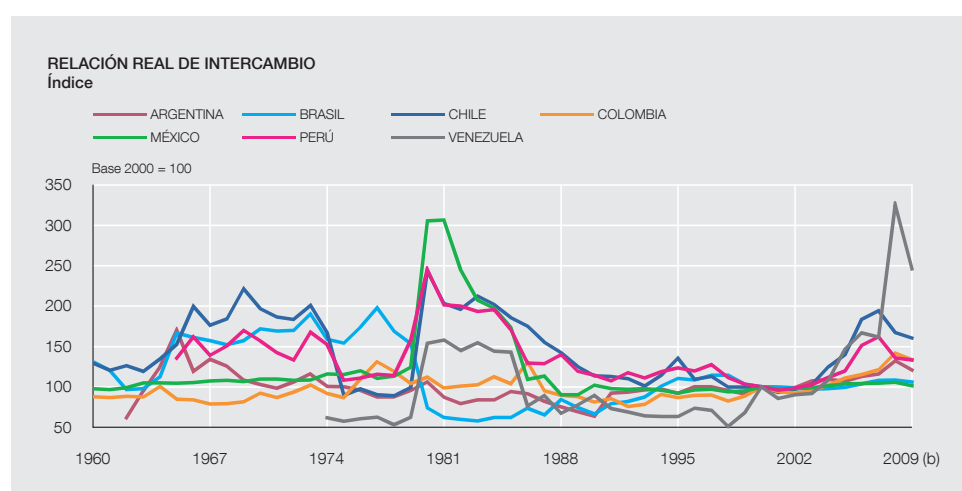
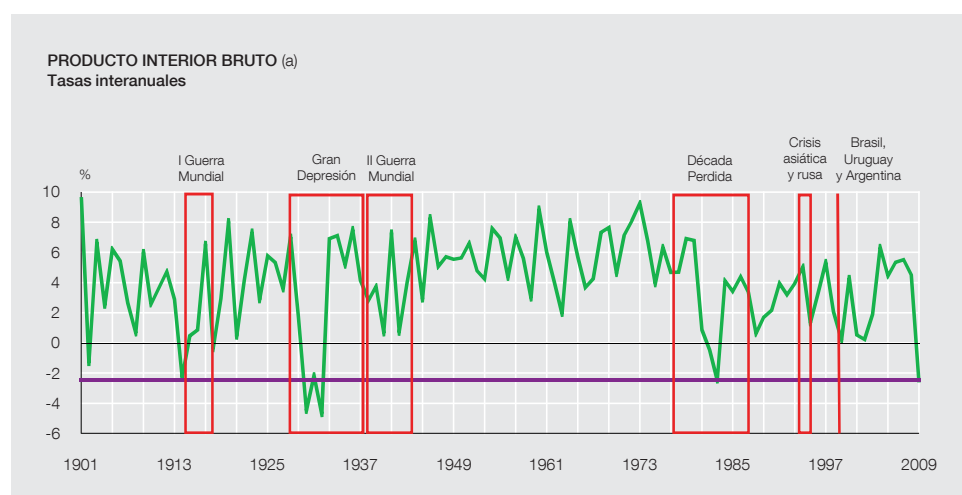
	2006	2007	2008	2007		2008				2009		
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	5,6	5,7	4,1	5,7	6,3	5,2	5,6	5,1	0,9	-2,8	-3,9	
Argentina	8,5	8,7	7,0	8,8	9,1	8,5	7,8	6,9	4,1	2,0	-0,8	
Brasil	3,7	5,4	5,1	5,6	6,2	6,1	6,2	6,8	1,3	-1,8	-1,2	
México	4,9	3,2	1,3	3,4	4,2	2,6	2,9	1,7	-1,6	-8,0	-10,3	
Chile	4,6	4,7	3,2	3,6	3,8	3,4	4,6	4,6	0,2	-2,3	-4,5	
Colombia	6,9	7,5	2,5	6,5	8,0	4,2	3,7	3,3	-1,0	-0,4	-0,5	
Venezuela	10,3	8,4	4,8	8,6	8,5	5,0	7,3	4,1	3,2	0,3	-2,4	
Perú	7,6	9,0	9,8	8,9	9,8	10,3	11,8	10,9	6,5	1,8	-1,1	
Uruguay	7,0	7,8	12,1	9,6	9,5	9,8	16,0	13,2	9,5	2,3	0,2	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	5,2	5,4	7,9	5,4	5,9	6,6	7,7	8,5	8,5	7,7	6,8	5,9
Argentina	10,9	8,8	8,6	8,6	8,5	8,5	9,1	8,9	7,8	6,6	5,5	6,2
Brasil	4,2	3,6	5,7	4,0	4,3	4,6	5,6	6,3	6,2	5,8	5,2	4,3
México	3,6	4,0	5,1	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5	6,2	6,2	6,0	4,9
Chile	3,4	4,4	8,7	4,8	7,2	8,0	8,9	9,3	8,6	5,6	3,1	-1,1
Colombia	4,3	5,5	7,0	5,3	5,4	6,1	6,4	7,7	7,8	6,6	4,8	3,2
Venezuela	13,6	18,8	31,4	16,2	20,0	26,3	31,0	34,6	33,4	29,5	28,2	28,9
Perú	2,0	1,8	5,8	2,4	3,5	4,8	5,5	6,1	6,6	5,6	4,0	1,2
Uruguay	6,4	8,1	7,9	8,7	8,6	7,7	7,6	7,6	8,6	8,2	6,7	6,9
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)												
América Latina (a) (c)	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	-1,6	-2,1	
Argentina	1,8	1,1	1,4	1,7	1,1	1,5	1,6	1,9	1,4	1,0	0,0	
Brasil	-2,9	-2,2	-1,6	-2,2	-2,2	-1,6	-2,2	-1,8	-2,1	-2,9	-3,3	
México	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1	-1,4	-1,7	
Chile	8,0	8,7	5,0	8,7	8,7	9,2	7,2	6,1	5,0	1,4	-1,4	
Colombia	-3,7	-3,3	-1,7	-2,4	-2,8	-2,2	-2,5	-2,3	-1,8	-2,7	-3,0	
Venezuela	0,0	3,0	-1,2	0,9	3,0	3,4	1,7	0,9	-1,2	-2,2	—	
Perú	1,4	1,1	2,2	1,7	1,8	2,3	3,1	2,1	2,2	1,3	-0,1	
Uruguay	-0,6	-0,3	-1,5	1,0	0,0	1,1	0,0	0,9	-0,3	—	—	
DEUDA PÚBLICA (% PIB)												
América Latina (a) (c)	39,1	33,7	29,9	33,9	33,7	31,7	31,6	30,4	31,0	32,1	34,8	
Argentina	64,2	55,5	44,6	55,8	55,5	52,4	50,4	45,8	44,7	41,9	44,2	
Brasil	44,7	42,7	35,8	43,2	42,7	40,8	41,8	40,0	38,8	40,6	43,2	
México	23,2	21,1	24,5	21,2	21,1	21,0	20,7	20,8	24,5	25,5	26,8	
Chile	5,3	4,1	5,2	4,4	4,1	3,6	3,9	4,5	5,2	5,1	5,0	
Colombia	44,8	32,9	33,4	35,6	32,9	32,6	32,6	32,8	33,4	36,9	35,3	
Venezuela	41,9	22,7	13,5	21,2	22,7	20,9	13,6	12,6	13,2	11,5	—	
Perú	32,7	29,7	24,1	31,4	29,7	27,6	25,3	23,9	24,1	24,5	26,1	
Uruguay	68,4	67,2	51,2	68,7	67,1	65,4	62,2	56,2	51,0	52,8	53,4	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)												
América Latina (a) (b)	2,0	0,8	-0,4	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	-0,4	-0,7	-0,7	
Argentina	3,6	2,7	2,3	2,8	2,7	2,8	2,2	2,8	2,2	2,1	3,3	
Brasil	1,3	0,1	-1,8	0,6	0,1	-0,6	-1,1	-1,5	-1,8	-1,5	-1,2	
México	-0,2	-0,6	-1,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,9	-1,4	-1,6	-1,5	
Chile	4,7	4,4	-2,0	5,0	4,4	3,1	1,9	0,0	-2,0	-2,9	-2,4	
Colombia	-1,8	-2,8	-2,8	-3,0	-2,9	-2,2	-2,0	-2,1	-2,7	-2,7	-2,6	
Venezuela	14,7	8,8	14,3	8,8	8,8	11,5	13,4	16,4	12,3	7,6	3,4	
Perú	3,0	1,4	-3,3	2,1	1,4	0,3	-1,2	-2,2	-3,3	-3,0	-1,7	
Uruguay	-2,0	-0,3	-3,9	-1,1	-1,0	-0,3	-3,2	-3,3	-3,8	-3,0	-0,9	
DEUDA EXTERNA (% PIB)												
América Latina (a) (b)	22,1	20,1	17,8	22,4	21,6	19,9	19,0	18,2	17,8	19,2	20,0	
Argentina	51,1	47,8	38,2	49,2	47,6	46,6	44,6	40,6	39,2	39,1	38,7	
Brasil	15,8	14,5	12,6	15,9	14,7	14,1	13,3	12,8	12,4	12,7	18,2	
México	12,3	12,1	11,5	11,5	11,0	12,1	11,6	11,3	11,4	14,8	15,8	
Chile	32,4	34,0	38,3	33,9	34,0	33,4	35,1	37,5	37,6	40,8	42,7	
Colombia	29,5	21,6	19,1	25,3	25,9	18,9	19,0	19,0	18,8	19,1	21,1	
Venezuela	33,7	24,4	18,2	24,1	24,4	22,7	20,2	18,5	19,6	17,4	17,4	
Perú	31,0	26,4	27,1	29,7	29,8	30,1	28,2	27,1	27,2	27,3	27,8	
Uruguay	52,6	50,3	37,2	55,2	52,8	47,7	43,6	39,4	37,0	37,4	38,3	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.

b. Media móvil de cuatro trimestres.

c. Sin Venezuela.



FUENTES: Oxford Latin American Economic History Database, Consensus Forecast, Datastream, Banco Mundial y Economist Intelligence Unit.

a. Agregado de las siete principales economías.  
b. Previsiones de Economic Intelligence Unit.

puede argumentarse que en América Latina la política monetaria ha tenido un papel predominante en respuesta a la crisis, si bien no ha sido necesario recurrir a los instrumentos no convencionales desplegados en los países industrializados, como se analiza en el recuadro 1. La política fiscal, en cambio, ha jugado un papel más limitado (con la excepción de Chile), porque las condiciones de partida ofrecían poco margen y, también, porque en varios países se ha podido constatar un grado de implementación menor, o más lento, que el previsto en los planes inicialmente anunciados.

En esta situación, se configuran unas perspectivas para las economías latinoamericanas menos negativas que hace seis meses, cuando se publicó el anterior Informe Semestral, aunque sigan rodeadas —al igual que para el resto de la economía mundial— de notables incertidumbres de cara al futuro. En particular, la posible consolidación de menores tasas de crecimiento potencial en Estados Unidos, un socio comercial y financiero particularmente relevante, es un factor de preocupación para la región, por las implicaciones que tendría sobre la evolución de algunos países —especialmente mesoamericanos— en los próximos años. Además, la crisis puede haber dejado secuelas en los fundamentos previamente

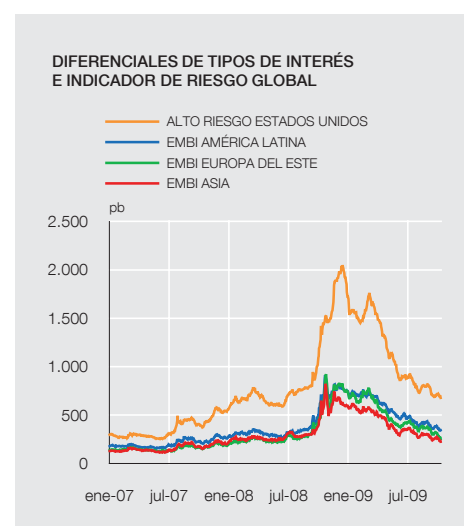
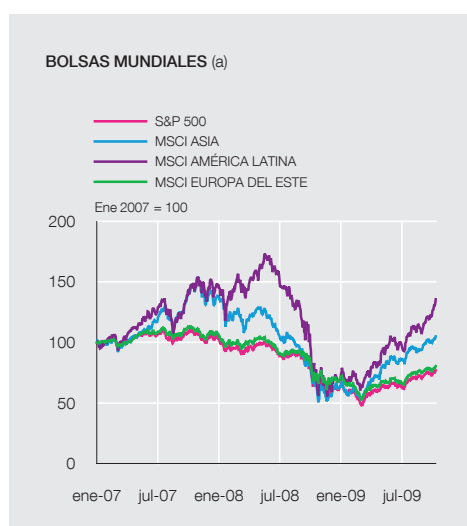
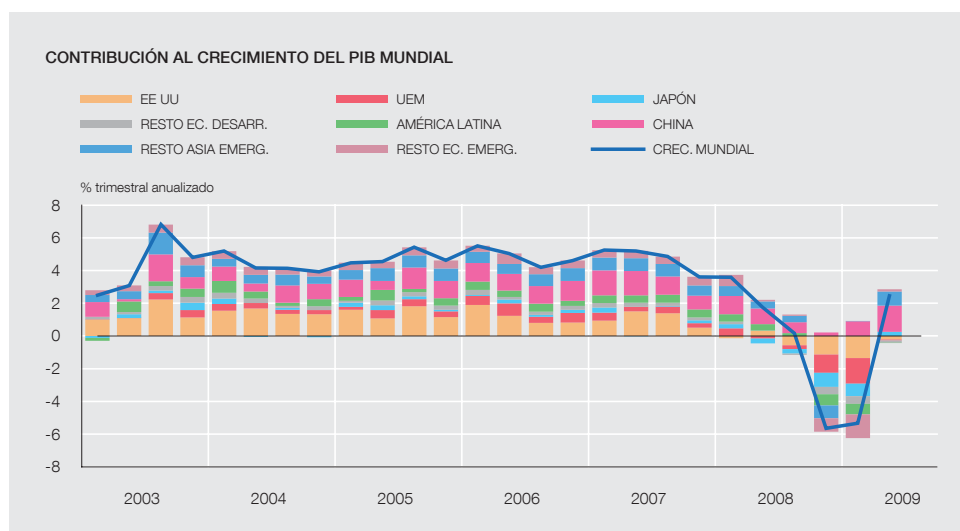
sólidos de algunas economías. En particular, se observa un debilitamiento de las cuentas públicas y un empeoramiento del mercado laboral especialmente acusado en algunos países, y no cabe descartar efectos retardados de la crisis en los sistemas financieros, en un contexto de previsible alza de las tasas de morosidad. Se ha producido también un incremento en la pobreza, después de nueve años de descenso ininterrumpido. En sentido contrario, la expectativa de que el crecimiento mundial venga liderado por países como China, que son grandes demandantes de materias primas, dotaría de un apoyo importante a los países de la región que son exportadores de estos productos. Finalmente, el riesgo de una contracción prolongada de los flujos capitales hacia Latinoamérica se ha reducido muy significativamente, y las condiciones de financiación y la confianza están recuperándose más rápidamente de lo previsto, lo que podría proporcionar cierto impulso al crecimiento.

### ***Evolución económica y financiera: entorno exterior***

Tras la recesión global que caracterizó al cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, en el segundo trimestre de este año la economía mundial comenzó a ofrecer señales de reactivación. Estas señales se observaron inicialmente en algunas economías asiáticas, en los indicadores de confianza y en el comportamiento de los mercados financieros, pero en los últimos meses los síntomas positivos se han extendido gradualmente hacia indicadores de actividad, como la producción industrial, de inventarios y de demanda (exportaciones, ventas al por menor), y hacia otras áreas geográficas (Japón, Estados Unidos y la zona del euro, entre ellas). En suma, casi un año después del colapso financiero desencadenado por la quiebra de Lehman Brothers, la economía global parece dirigirse hacia una salida lenta de la recesión (véase gráfico 2).

En Estados Unidos, las tasas de variación del PIB se recuperaron desde el -6,4%, en tasa trimestral anualizada, en el primer trimestre de 2009, al -0,7%, en el segundo trimestre. Utilizando tasas comparables, en Europa el crecimiento pasó del -9,7% al -0,5%, y en Japón la economía creció un 2,3% en el segundo trimestre, tras la fuerte caída del primero. En el caso del Asia emergente, el rebote ha sido particularmente intenso debido al impulso proveniente de China, al impacto de los diferentes planes de estímulo fiscal, a la recomposición de inventarios en estas economías y al retorno de los flujos de capital. En cambio, en Europa del Este el proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos siguió repercutiendo negativamente en el crecimiento. En términos globales, la mejora en las perspectivas para la economía mundial impulsó una apreciable recuperación del precio de las materias primas, factor que favorece especialmente a América Latina como región exportadora.

La mejoría en los mercados financieros internacionales se ha producido en un contexto de retorno del apetito por el riesgo, al disiparse el riesgo de colapso financiero y de depresión prolongada en la economía mundial, por la efectividad de las múltiples medidas públicas de apoyo al sistema financiero y a la actividad en general. Ello ha permitido que los precios en algunos segmentos de los mercados financieros hayan recuperado los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers. La Reserva Federal ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25%, si bien ha retirado alguna de las facilidades puestas en marcha durante la crisis, a medida que se han hecho innecesarias. El Banco Central Europeo redujo en dos ocasiones su tipo oficial, en abril y mayo, hasta el 1%, mientras que el Banco de Japón lo ha mantenido en el 0,1%. En este contexto, se han producido señales de relativa normalización, como el ligero aumento de los tipos de interés a diez años en Estados Unidos, hasta el entorno del 3,5%, o la reversión de la apreciación previa del dólar frente a las principales divisas de países emergentes y desarrollados, en la medida en que el papel público y la divisa estadounidense han dejado de tener el carácter de refugio que asumieron en el período de mayor estrés financiero.



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

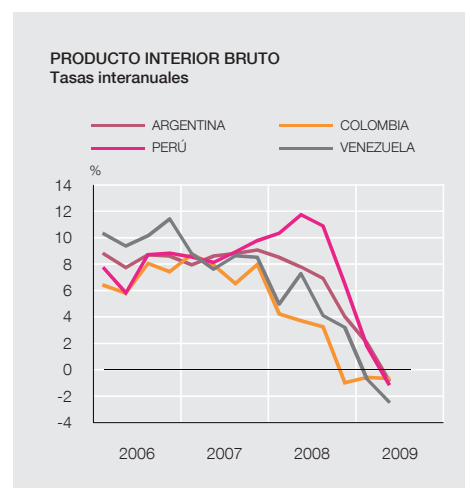
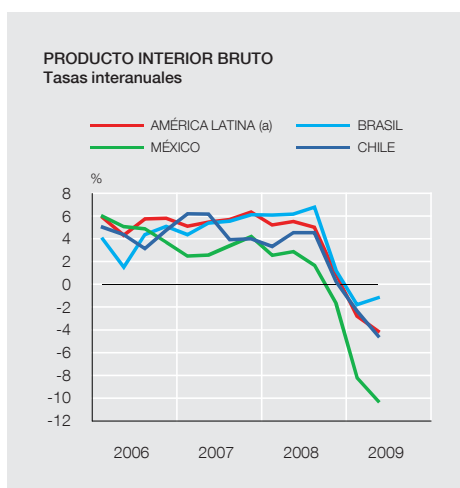
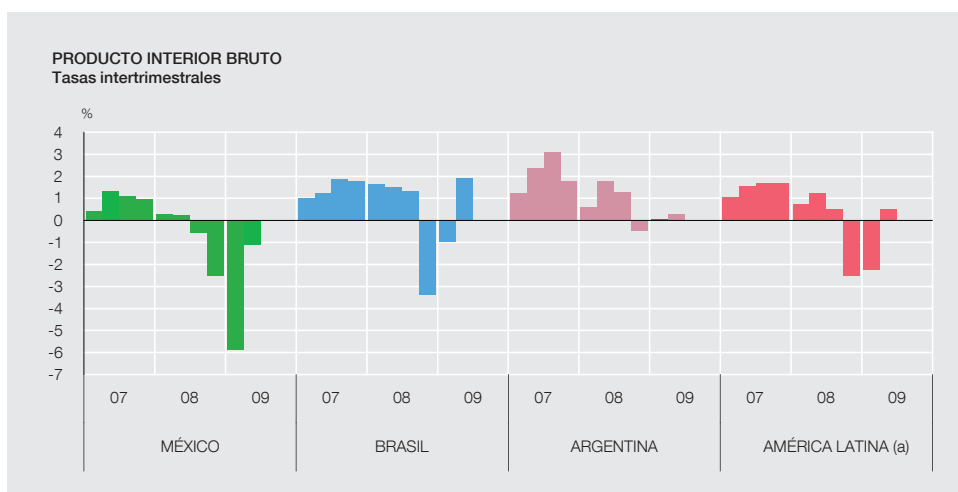
a. Índices en dólares.

Por su parte, los mercados emergentes se han beneficiado particularmente de esta evolución y han mantenido la tendencia alcista iniciada en marzo (véase gráfico 2). Así, los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, han disminuido hasta cotizar en torno a los 340 puntos básicos (pb), nivel similar al previo a septiembre de 2008. Por regiones, los EMBI de América Latina, Europa del Este y Asia han tenido una evolución muy similar (véase gráfico 2). Este mismo comportamiento positivo se observa en la evolución de las bolsas, aproximada por los índices MSCI en dólares, que se han situado en los niveles máximos desde finales del verano de 2008.

### Actividad y demanda

Los datos de Contabilidad Nacional agregados<sup>1</sup> para el conjunto de la región confirman que América Latina estuvo en recesión entre el cuarto trimestre de 2008 (-2,5% intertrimestral) y el primero de 2009 (-2,3% intertrimestral), según la definición de dos trimestres consecutivos de caída (véase gráfico 3). En el segundo trimestre de 2009 se produjo una ligera recupera-

1. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

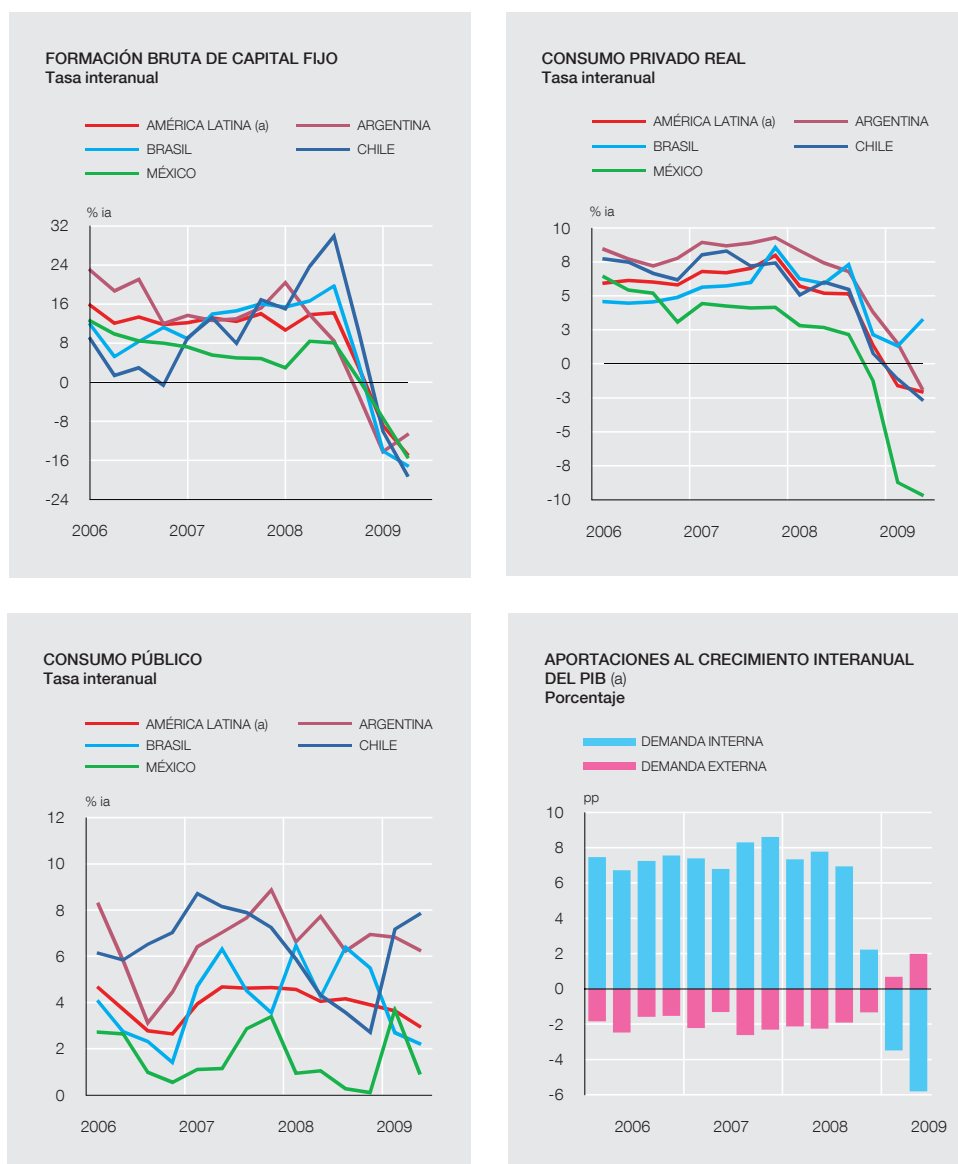


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

ción (0,5% intertrimestral), aunque no fue generalizada, pues solo Brasil (1,9% trimestral) y, con menor intensidad, Argentina (0,5%) y Colombia (0,7%) anotaron crecimientos trimestrales positivos, mientras que el resto de los países que componen el agregado registraron tasas intertrimestrales negativas (algunas elevadas, como es el caso de México, con -1,1%). En tasas interanuales, la actividad continuó contrayéndose en el segundo trimestre, hasta un 3,9% interanual, del cual 2,9 puntos porcentuales (pp) se explican solo por la caída del PIB en México.

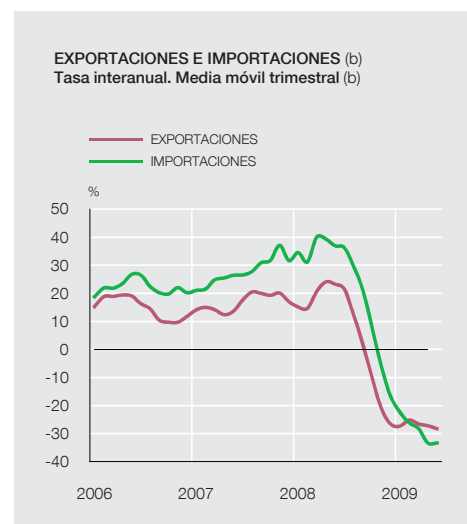
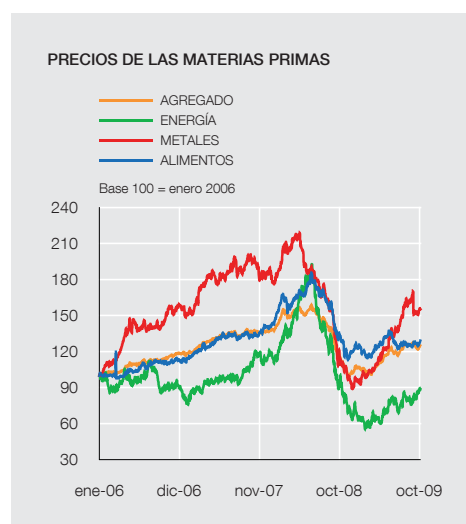
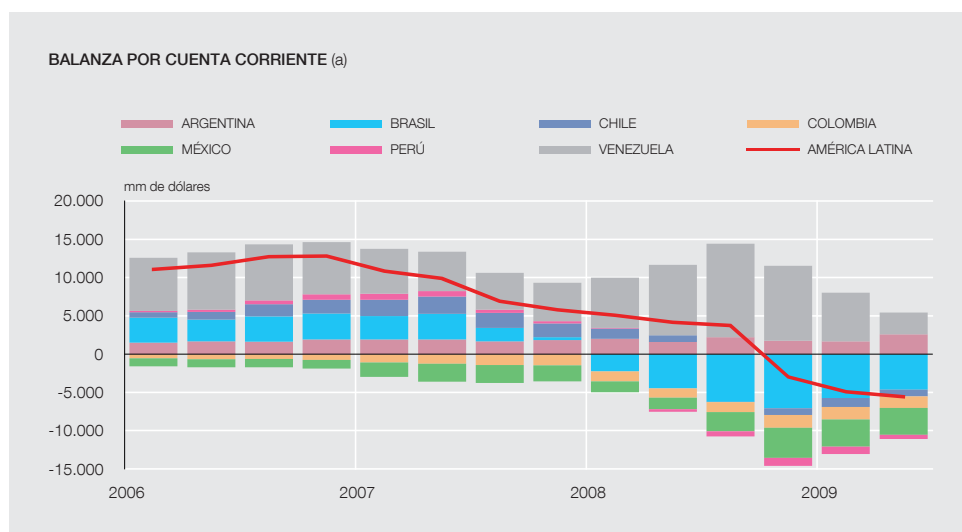
La contracción de la actividad a nivel regional siguió reflejando fundamentalmente la caída de la demanda interna, cuya tasa interanual pasó de un -3,4% en el primer trimestre de 2009 hasta un -5,6% en el segundo. Dentro de los componentes de la demanda interna, el mayor ajuste se produjo en la formación bruta de capital (-14,1% interanual, frente al -9,1% del primer trimestre; véase gráfico 4), que es el componente más volátil y que habitualmente se ve afectado de forma más directa por los efectos confianza, además de los cambios en la disponibilidad y coste de la financiación. La caída de la inversión fue generalizada, sin que se observaran diferencias importantes entre aquellas economías que han mostrado más resistencia a la crisis y aquellas que han mostrado menos. En particular, en Brasil, donde la recesión ha



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

sido más corta y relativamente poco profunda, el descenso de la formación bruta de capital en el segundo trimestre fue de un 17% interanual, mientras que en México, donde el ajuste está siendo más intenso y prolongado, cayó un 15,2%, en un contexto de debilidad de la inversión extranjera directa y a pesar del aumento de la inversión pública (casi un 30%). El consumo privado experimentó también un apreciable descenso, si bien menos marcado que el de la inversión, como muestran las tasas de crecimiento interanuales del -1,6% y -1,9%, en el primer y segundo trimestres, respectivamente (véase gráfico 4). Este es el componente de la demanda interna donde se observa una mayor diferenciación por países: en Brasil, el consumo mantuvo durante todo el período tasas de crecimiento positivas (1,3% y 3,2% interanual en el primer y segundo trimestres), mientras que, en México, la contracción fue del -8,7% y -9,6% interanual, respectivamente. El buen comportamiento relativo del mercado de trabajo en Brasil, donde la tasa de paro se ha reducido en los últimos meses hasta el entorno del 8%, desde el 9% de marzo, junto con la aplicación de medidas temporales de estímulo



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Media móvil de cuatro trimestres.

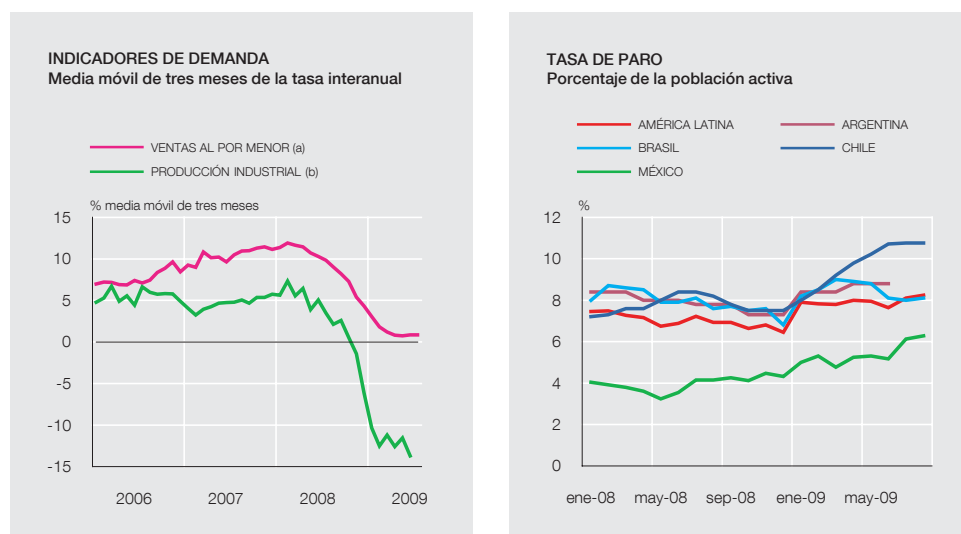
b. Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.

fiscal a la compra de automóviles y, en general, el éxito de las autoridades en aliviar la restricción crediticia derivada de la crisis financiera internacional, contribuyen a explicar esta mayor resistencia del consumo privado. En cambio, en México, la secuencia de *shocks* recibidos por el país (incluida la caída de las remesas y la gripe A), su mayor exposición a Estados Unidos, el intenso deterioro del mercado laboral y la relativa resistencia de la inflación ayudarían a explicar el desplome de este componente de la demanda. Por su parte, el consumo público fue el único componente que mostró tasas de crecimiento positivas en los dos trimestres (3,7% y 2,8% interanual; véase gráfico 4), aunque también en esta vertiente se aprecian diferencias entre países. En Chile, Perú y Argentina, el consumo público creció a tasas superiores al 6% interanual, mientras que en Brasil y, sobre todo, México y Colombia lo hizo a tasas mucho más bajas.

En el primer semestre de 2009 se ha dado, además, un notable vuelco en la composición del crecimiento respecto al patrón observado en los últimos cinco años, al producirse una contri-



## Tasas interanuales, media móvil de tres meses de la tasa interanual y porcentaje



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

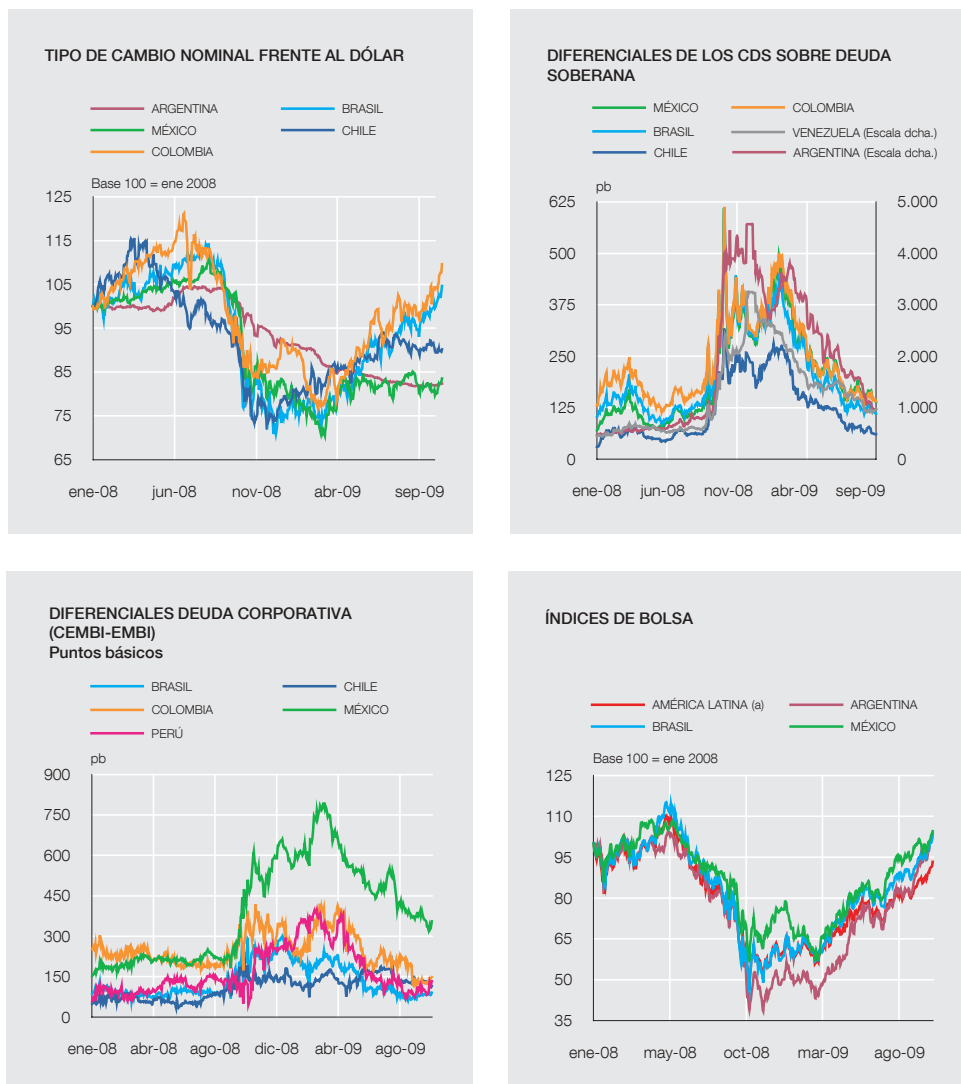
b. Ocho mayores economías.

bucción positiva de la demanda externa a la variación interanual del PIB, de hasta 2 pp en el segundo trimestre, como consecuencia del hundimiento de las importaciones, y una aportación fuertemente negativa de la demanda interna (véase gráfico 4). Dado que las exportaciones reales han seguido cayendo a tasas de dos dígitos en los dos primeros trimestres del año (−14,2% y −12,3% interanual), la aportación positiva de la demanda externa es mero reflejo de la intensidad del ajuste interno y de su repercusión sobre las importaciones, en términos reales (−16% y −20% interanual, respectivamente). El saldo de la balanza corriente, que había mantenido una tendencia al deterioro desde comienzos de 2007 y se había situado en déficit a finales de 2008, ha comenzado a corregirse. De hecho, se está produciendo un cierto reequilibrio de las balanzas corrientes a nivel regional, con un descenso del superávit corriente en algunos de los países acreedores netos (Venezuela) y una disminución de los déficits corrientes de Brasil y México (véase gráfico 5). Por lo que se refiere a la balanza comercial, la recuperación de los precios de las materias primas al menos ha ayudado a contener la caída de las exportaciones en valor desde finales del pasado año. Sin embargo, las señales de recuperación aún son tenues.

Los indicadores de demanda y oferta de mayor frecuencia, que proporcionan información más actualizada, parecen avalar la idea de que el punto de inflexión se alcanzó hacia el segundo trimestre, seguido de una cierta recuperación de la actividad en los últimos meses. Así, por ejemplo, las ventas al por menor se han estabilizado en tasas de crecimiento moderadamente positivas (véase gráfico 6). La producción industrial ha frenado su desplome y ha anotado varios meses de crecimiento positivo, aunque en términos interanuales sigue muy débil. En sentido contrario, cabe destacar el deterioro experimentado por los indicadores del mercado de trabajo, habitualmente retardados respecto al ciclo. La tasa de desempleo del conjunto de la región se acercó al 8% de la población activa, lo que supone un aumento de más de 1,5 pp respecto a los niveles de finales de 2008. Hay que resaltar también la heterogeneidad entre países, ya que en Chile y México las tasas de paro continuaron aumentando en el segundo trimestre, hasta el 10,8% y 6,1% de la población activa, respectivamente, mientras que, en Brasil, Argentina o Perú, el comportamiento ha sido más favorable.

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y DIFERENCIALES DE DEUDA CORPORATIVA Puntos básicos, índices y nivel**

GRÁFICO 7



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

**Mercados financieros y financiación exterior**

A pesar de que los indicadores macroeconómicos referidos a América Latina fueron, en general, negativos durante gran parte de los últimos seis meses, los mercados financieros han registrado una evolución muy positiva desde marzo, como consecuencia de factores de índole global y, posiblemente también, de la resistencia que ha mostrado el sector bancario en América Latina ante la crisis financiera. Todo ello se ha traducido en una tendencia alcista en los precios de los activos, prácticamente ininterrumpida e incluso más acentuada que la de los mercados internacionales, en un contexto de ascenso de los precios de las materias primas. Esta tendencia, que sugiere un retorno de los flujos de capitales, ha sido generalizada por países y mercados (bolsas, deuda, tipos de cambio). Esto ha permitido una importante recomposición de las reservas de divisas, que se habían reducido durante los peores meses de la crisis, aunque también ha despertado una cierta preocupación por su potencial volatilidad y por la aparición de síntomas de sobrevaloración.

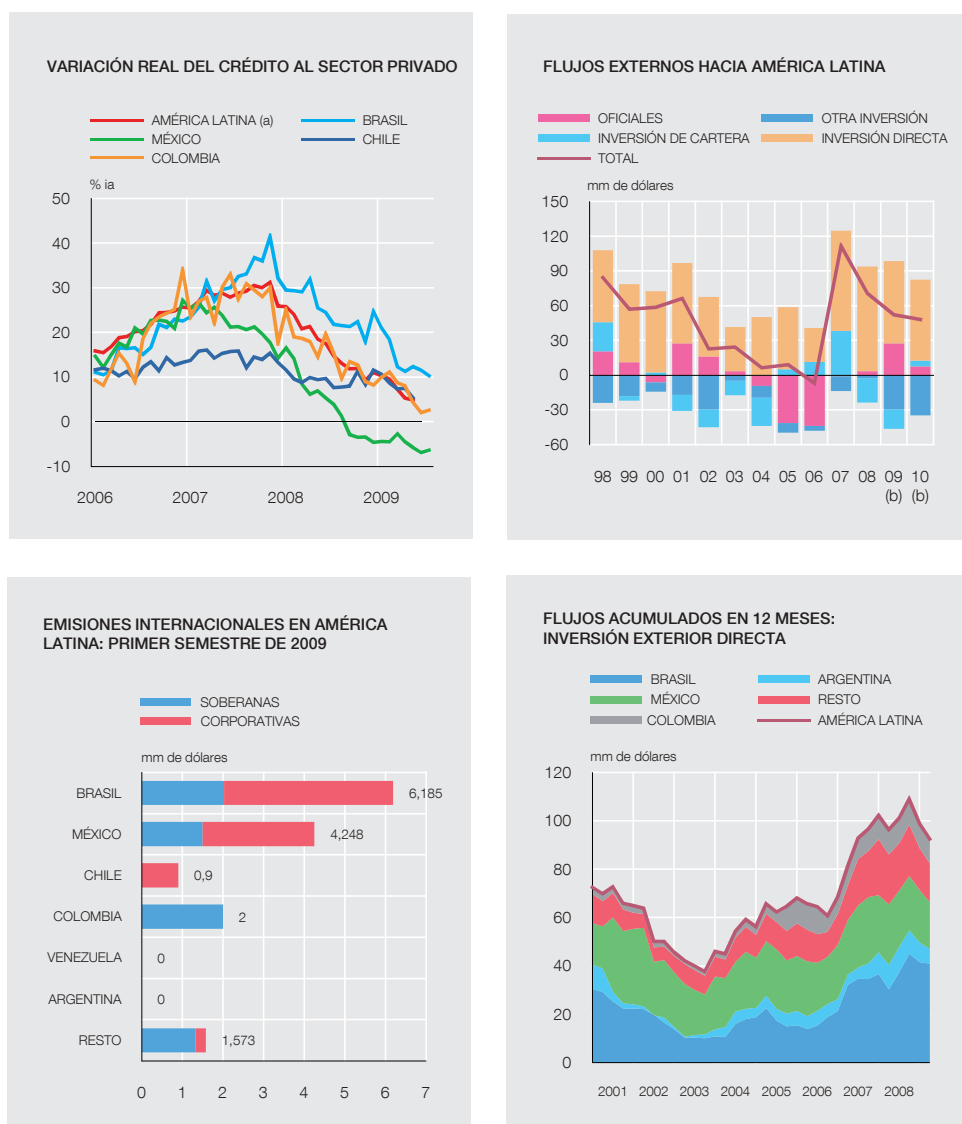
En este contexto, la mayor parte de los tipos de cambio experimentaron una tendencia a la apreciación (véase gráfico 7), que en el caso del real brasileño o el peso colombiano fue cercana a un 30% desde abril. En Brasil, la apreciación ha sido consecuencia de la mejora de las

perspectivas económicas (este país obtuvo grado de inversión por Moodys), aunque la reiniciación de operaciones de *carry-trade*, ante el diferencial de tipos de interés existente, ha podido desempeñar también un papel relevante. La apreciación frente al dólar de las monedas de Chile y Perú ha sido más moderada, en torno al 6%, pero suficiente para que pudieran recomponerse las reservas en el segundo de los países. En contraste, el peso mexicano ha mostrado una elevada volatilidad frente al dólar, aunque actualmente su cotización es similar a la del inicio del semestre, y el peso argentino ha tendido a depreciarse, aunque de forma algo más moderada que durante los seis meses anteriores, estabilizándose. La evolución de los tipos de cambio en general fue lo suficientemente positiva como para que las autoridades pudieran desactivar (México, Perú) o el mercado dejara de utilizar (Brasil, Colombia, Chile) algunos de los mecanismos de provisión de liquidez en dólares puestos en marcha con la crisis.

En lo que respecta a los mercados de deuda, destaca el fuerte estrechamiento experimentado por los diferenciales soberanos y por los CDS, de modo muy intenso en aquellos países que se consideraron como de mayor riesgo en la crisis (Ecuador, Venezuela, Argentina; véase gráfico 7). Así, el diferencial soberano de la región medido por el índice EMBI+ tendió a disminuir desde mediados de marzo (más de 300 pb), hasta situarse a principios de octubre en los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers (365 pb). Por países, la reducción fue generalizada, aunque el diferencial soberano que más contribuyó a la disminución del EMBI+ fue el de Ecuador (principalmente por razones técnicas, más concretamente, la eliminación del índice de la deuda impagada del bono Global 2012 y Global 2030). Los diferenciales soberanos de Argentina y Venezuela registraron disminuciones en torno a los 1.000 pb y 450 pb, respectivamente, el primero de ellos apoyado en la percepción de un cambio de actitud del Gobierno respecto al FMI en parte como resultado de las elecciones legislativas de finales de junio, pero también por la resolución de los *holdouts* y el Club de París. En México, el diferencial se redujo solo en torno a 120 pb, pese a la extensión de los acuerdos de *swap* con la Reserva Federal hasta febrero de 2010 y las medidas de contención del gasto tomadas por el Gobierno en el presupuesto para 2010. Finalmente, el resto de los países (Brasil, Chile, Colombia o Perú) mostraron reducciones en el diferencial soberano entre los 150 pb y 200 pb. Un aspecto interesante que cabría destacar es el comportamiento no tan favorable de los diferenciales de la deuda corporativa, tal y como evidencian los índices CEMBI de la región, que actualmente cotizan en algunos países en niveles no demasiado distantes de los del inicio de la crisis (véase gráfico 7). Dicha evolución estaría poniendo de manifiesto la continuidad de problemas relacionados con la refinanciación del sector privado empresarial.

En cuanto a las bolsas, el índice regional en moneda local (MSCI) de América Latina saldó el período con ganancias superiores al 35%, lo que implica un movimiento similar al del resto de regiones emergentes y superior a la mayoría de países desarrollados. Por países, las principales bolsas de la región han cerrado los últimos seis meses con ganancias. Los mayores incrementos se registraron en Argentina, cuya subida superó el 85%, seguida de la bolsa de Lima (véase gráfico 7). En el resto de economías de la región, los índices bursátiles han aumentado entre un 30% y un 40%.

En este contexto, el crédito interno al sector privado siguió ralentizándose, en línea con la tendencia seguida desde finales de 2007, pero se mantuvo en tasas de crecimiento interanuales positivas, incluso en términos reales, en la mayoría de los países —del orden del 5% en media de la región—. La principal excepción a esta tendencia fue México, donde el crédito al sector privado cayó moderadamente medido en términos reales, aunque las tasas de caída parecen haberse estabilizado en los últimos meses (véase gráfico 8).

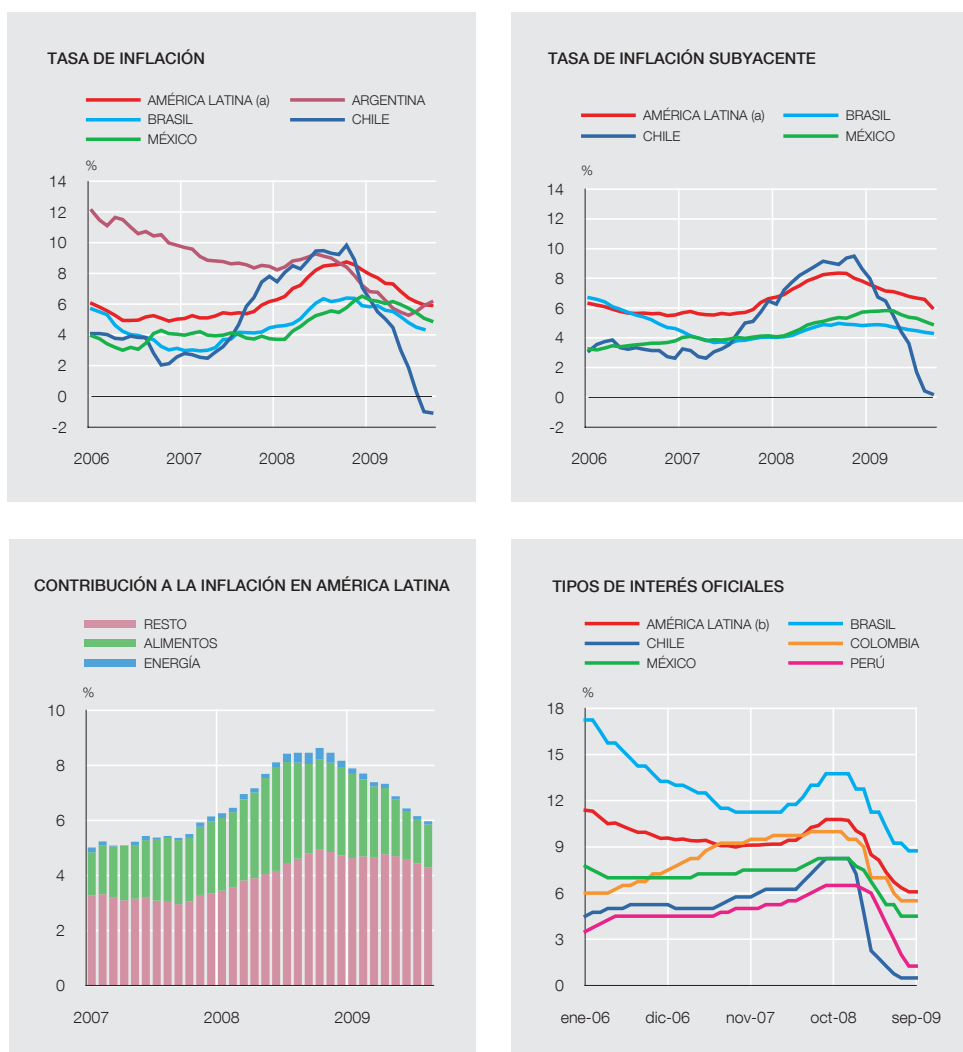


FUENTES: JPMorgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

b. Años 2009 y 2010: previsión del FMI (octubre de 2009).

Las previsiones más recientes sobre la evolución de los flujos de capital muestran una cierta revisión al alza, pero, en cualquier caso, estos seguirían siendo muy moderados en 2009. Se espera que la inversión extranjera directa siga siendo el principal flujo de capital hacia la región (60 mm de dólares), y que los flujos de cartera y bancarios muestren una salida de capital, en términos netos, en el conjunto del año 2009, a pesar de su reciente recuperación. La escasez de los flujos privados se vería compensada, en parte, por el aumento de la financiación oficial, que retornaría a los niveles del inicio de la década (véase gráfico 8). En conjunto, se mantendría un moderado flujo neto positivo hacia la región en 2009. En este contexto, las emisiones en los mercados internacionales mostraron una notable recuperación en el primer semestre de 2009, que se prolongó en el tercer trimestre y el inicio del cuarto (con emisiones de varios soberanos como Brasil, México, Colombia, Perú y Uruguay en condiciones muy favorables). En el primer semestre, las emisiones corporativas fueron ligeramente superiores a las soberanas, aunque se concentraron únicamente en los mercados más líquidos —Brasil, Chile y México—.



FUENTE: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Agregado de las siete principales economías.

b. Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.

### Precios y políticas macroeconómicas

La tendencia a la moderación de las tasas de inflación que se observó de forma incipiente en América Latina a finales de 2008 se ha intensificado en el transcurso de los meses siguientes, situándose el índice general en un 5,9% interanual en septiembre, es decir, punto y medio por debajo de los niveles de principio de año y 2,8 pp por debajo de los máximos alcanzados en octubre de 2008 (véase gráfico 9). La inflación subyacente también ha tendido a la baja, aunque inicialmente ha mostrado mayor resistencia (6% interanual, 2,3 pp por debajo del máximo). Con todo, esta moderación fue menor que en otras regiones emergentes.

La caída de la inflación fue acusada en la mayoría de los países, si bien cabe destacar el caso de Chile, que en agosto registró una tasa interanual negativa, por primera vez desde abril de 2004, y se situó en -1,1% en septiembre, el mínimo desde el inicio de la serie. También en Perú y Colombia la moderación de las tasas de inflación fue apreciable, hasta situarse en un 1,2% y 3,2%, respectivamente. De esta forma, en los últimos meses, la inflación en los países con objetivos explícitos de inflación se ha situado dentro de la banda de tolerancia o, en los casos de Chile y Colombia, por debajo del mínimo. La única excepción es México, donde,

	2008	2009		2010	
	Cumplimiento	Objetivo	Diciembre (a)	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	Sí	4,5 ± 2	4,3	4,5 ± 2	4,4
México	No	3 ± 1	4,2	3 ± 1	4,4
Chile	No	3 ± 1	-0,7	3 ± 1	2,6
Colombia	No	5 ± 0,5	3,5	3 ± 1	4,2
Perú	No	2 ± 1	1,3	2 ± 1	2,3

FUENTES: Estadísticas nacionales y Consensus.

a. Latinfocus de octubre de 2009.

aunque la inflación ha descendido 1,4 pp desde enero (4,9% en septiembre), sigue situada casi un punto por encima del máximo del rango objetivo. En general, las expectativas de inflación en los cinco países con objetivos de inflación se han consolidado en tasas acordes con los objetivos establecidos para 2009 y 2010 (véase cuadro 2), lo que indicaría un elevado grado de credibilidad de estos objetivos y del funcionamiento del marco de la política monetaria en estos países, en un contexto de un fuerte *shock* financiero y real. Por otra parte, cabe destacar la resistencia a la baja mostrada por los precios en Venezuela, con un 28,9% interanual en septiembre, mientras que en Argentina la inflación oficial, tras haber alcanzado en junio un mínimo desde agosto de 2004, repuntó en septiembre hasta el 6,2%.

En una perspectiva más amplia, la evolución reciente de la inflación en América Latina contribuye a entender mejor la importancia relativa de dos factores contrapuestos: el efecto *pass-through* derivado de la intensa depreciación que experimentaron los tipos de cambio a partir de septiembre de 2008 hasta marzo de 2009, y el impulso moderador de los precios derivado de la apertura de las brechas de producto en todos los países, como consecuencia de la crisis. En este sentido, parecería que, en la mayor parte de los casos, el primer factor no se ha materializado, probablemente por el hecho de que las depreciaciones en gran medida resultaron ser temporales, aunque el segundo efecto no habría conseguido reducir significativamente la tasa de inflación subyacente a nivel regional (véase gráfico 9). Dentro de los países con objetivos de inflación, México sería el caso más significativo, pues, aunque la inflación se ha moderado, no lo ha hecho tanto como cabría esperar, dada la ampliación de la brecha de producto (la mayor de la región; véase la sección «Evolución económica por países»).

Por componentes, el principal factor que explica la moderación en los precios al consumo ha sido el precio de los alimentos y, en menor medida, la energía. Como se aprecia en el gráfico 9, la caída de los precios de los alimentos explica en torno a un 80% del descenso de las tasas de inflación generales. Este descenso recoge el efecto base de la fuerte subida de los precios de las materias primas el año previo, y también el hecho de que la recuperación que se ha producido en estos precios desde marzo ha coincidido con un momento de apreciación de los tipos de cambio. La aportación de los restantes componentes del IPC descendió moderadamente, a pesar de la fuerte desaceleración de la demanda interna y de la moderación en los precios administrados<sup>2</sup>.

2. En Brasil, los precios regulados han pasado de aumentar un 4,1% interanual en abril a hacerlo un 3,9% en agosto; en México, los precios administrados crecían a un ritmo interanual del 6,3% en enero y ahora lo hacen al 0,8%; en Chile, las partidas que más han contribuido a la desaceleración de la inflación han sido los gastos financieros y el transporte urbano; en Colombia, la tasa interanual de los precios regulados pasó del 8,5% en enero al 2,5% en septiembre.

Todos los bancos centrales con objetivos de inflación redujeron sus tipos oficiales en los últimos seis meses, y algunos introdujeron medidas adicionales de apoyo a la liquidez interbancaria (véase recuadro 1). El mayor recorte de los tipos de interés tuvo lugar en Chile (775 pb, hasta el 0,50%), seguido de Colombia (600 pb, hasta el 4,00%), Perú (525 pb, hasta el 1,25%), Brasil (500 pb, hasta el 8,75%) y México (375 pb, hasta el 4,5%) (véase gráfico 9). A partir del verano se observó, con cierto grado de sincronización, un cambio de tono en la comunicación de los bancos centrales, que apuntaba hacia la conclusión del ciclo de descenso de los tipos. En la mayor parte de los países, la reducción de los tipos nominales ha supuesto una importante reducción de los tipos de interés reales (salvo alguna excepción, como Chile). Los descensos de los tipos oficiales han tendido a transmitirse —con menor intensidad— a los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública en moneda local, que han caído entre 50 pb y 200 pb, dependiendo de los países, de forma que las curvas de tipos a largo plazo han mantenido una pendiente fuertemente positiva en general, lo que ha sido destacado como preocupante por algunos bancos centrales (Chile, Brasil). En México, los tipos de interés a largo plazo han mostrado una notable resistencia a la baja y se mantienen prácticamente en los mismos niveles que hace seis meses.

La debilidad de la recuperación que se espera para los próximos meses y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio deberían impedir un resurgimiento de las presiones al alza en los precios; no obstante, la elevación de los precios de las materias primas limitará también el margen de descenso de la inflación. Por ello, a medida que las señales de recuperación de la economía se consoliden, cabría esperar que los bancos centrales comiencen a retirar el estímulo monetario. En la mayoría de los países, el mercado descuenta elevaciones de los tipos de interés oficiales a partir del primer trimestre de 2010, en algunos casos relativamente importantes. Sin embargo, dado el riesgo que existe en economías emergentes como las latinoamericanas de que una subida de los tipos de interés acentúe las entradas de flujos financieros de corto plazo, es posible que el endurecimiento de las condiciones monetarias se apoye, en primera instancia, en otras medidas, como, por ejemplo, la retirada de algunas de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez aplicadas durante la crisis (coeficientes, encajes); Brasil parece haber comenzado a actuar en esta dirección. En este sentido, la apreciación de los tipos de cambio está causando creciente preocupación en algunos países. Brasil ha reintroducido un impuesto del 2% sobre las transacciones con el exterior, mientras que Colombia ha anunciado la compra de reservas y ha suspendido la repatriación de dólares de empresas públicas.

En el ámbito de la política fiscal, el rasgo más destacado fue el intenso deterioro experimentado por las cuentas públicas en la primera mitad del año, que fue generalizado y que en la mayor parte de los países se debió principalmente al brusco descenso de los ingresos primarios (–10% interanual en el conjunto de la región), más que a la expansión del gasto, aunque este siguió aumentando (véase gráfico 10). Los ingresos públicos se vieron recortados por la debilidad de la actividad, por los menores precios de las materias primas (véase recuadro 2) y, en algunos países, por determinados recortes impositivos. En Brasil y, sobre todo, en Argentina, los ingresos aumentaron, pero la expansión del gasto fue mayor, dando lugar a una reducción del superávit primario. En el conjunto de la región, todo ello se ha traducido en la aparición de un déficit total del 2% —desde una situación de equilibrio hace un año— y en cierto incremento de las ratios de deuda pública sobre el PIB —aunque dicho incremento es comparativamente muy inferior al aumento de la deuda pública que se está produciendo en los países industrializados, como resultado de la respuesta a la crisis—. Un caso especial es el de la política fiscal anticíclica llevada a cabo por Chile, aprovechando los fondos acumulados en años anteriores, que le han permitido incrementar el gasto público en términos reales más de un 20%, a pesar de la caída de los ingresos cerca de un 35% en la primera mitad del año. En este

La respuesta de política monetaria a la crisis a nivel global ha sido extraordinaria y sin precedentes. No solo se han reducido los tipos de interés oficiales hasta mínimos históricos en la gran mayoría de los países, sino que, además, dicha relajación ha sido complementada en muchas economías avanzadas por medidas de política monetaria «no convencional», como la dotación de liquidez ilimitada a plazos largos, la financiación a sectores en dificultades, o la compra o permuta de activos privados y públicos. Estas medidas no convencionales se han llevado a cabo en un contexto de tipos de interés oficiales cercanos a cero, es decir, cuando el instrumento tradicional de política monetaria había agotado su margen de actuación.

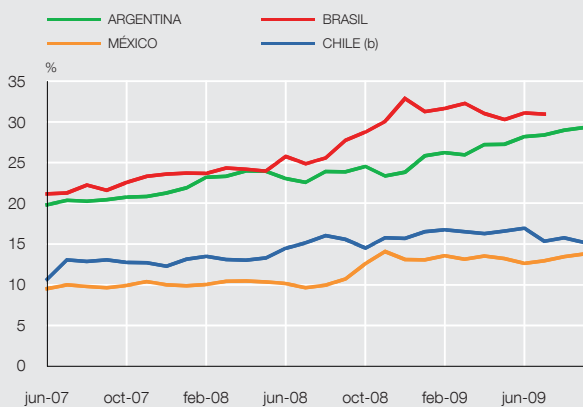
Como puede observarse en el gráfico, estas medidas han traído consigo un espectacular aumento y un cambio en la composición de los balances de los principales bancos centrales, que, en el caso particular de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, ha supuesto más que duplicar y triplicar su tamaño medido en términos de PIB, res-

pectivamente. En el caso de los países emergentes, y de América Latina en particular, se observa también una expansión de los balances —que eran mayores medidos en términos de PIB que en las economías industrializadas—, aunque en una proporción más reducida.

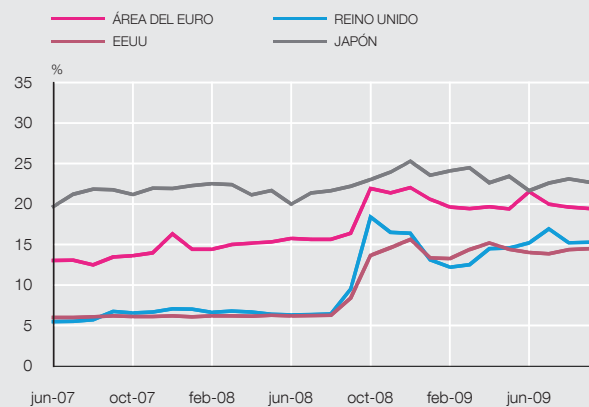
En este recuadro se analiza la expansión de los balances de los bancos centrales de México, Brasil, Chile y Argentina, y en qué medida se ha debido a medidas no convencionales análogas o comparables a las de las economías avanzadas, o si, por el contrario, la expansión se explica por otros factores específicos en estos países, aunque también relacionados con el impacto de la crisis. Las conclusiones del análisis respaldan la segunda hipótesis.

En México, los activos del banco central aumentaron de un 9% a un 13% del PIB entre mediados de 2007 y 2009, especialmente a partir de septiembre de 2008. Dicha variación solo se explica, en parte, por las medidas tomadas por el Banco de México orientadas a proveer de liquidez a los mercados financieros como consecuencia del im-

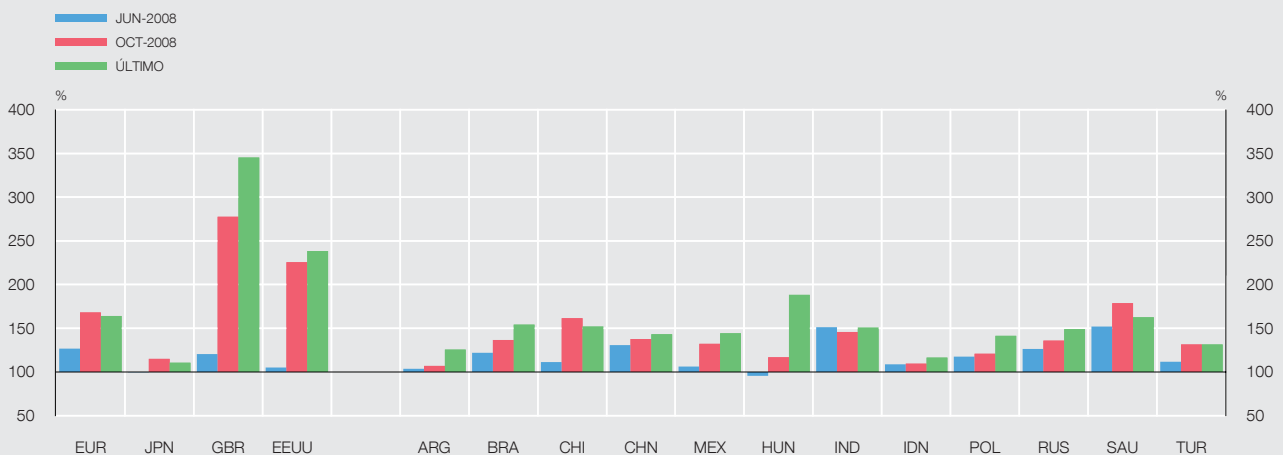
1 ACTIVOS BANCOS CENTRALES SOBRE PIB (a)  
Porcentaje



2 ACTIVOS BANCOS CENTRALES SOBRE PIB (a)  
Porcentaje



3 EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES



FUENTE: Balances de los bancos centrales.

a. Como porcentaje del PIB de 2008.

b. Para Chile, aproximado por las reservas internacionales.



pacto de la crisis. Entre las medidas adoptadas cabría destacar, por el lado del activo, las intervenciones de venta de dólares en el mercado de cambios, la creación de nuevas facilidades de liquidez en pesos y la recompra, a partir de octubre de 2007, de «bonos de protección al ahorro» por parte del Banco de México (20% del saldo vivo emitido de dichos bonos). Sin embargo, una parte muy importante del incremento del balance, en torno a un 50%, se explicaría por el aumento del contravalor en pesos de las reservas internacionales de divisas, a pesar de que, contabilizadas en dólares, se redujeran por las intervenciones en el mercado de cambios.

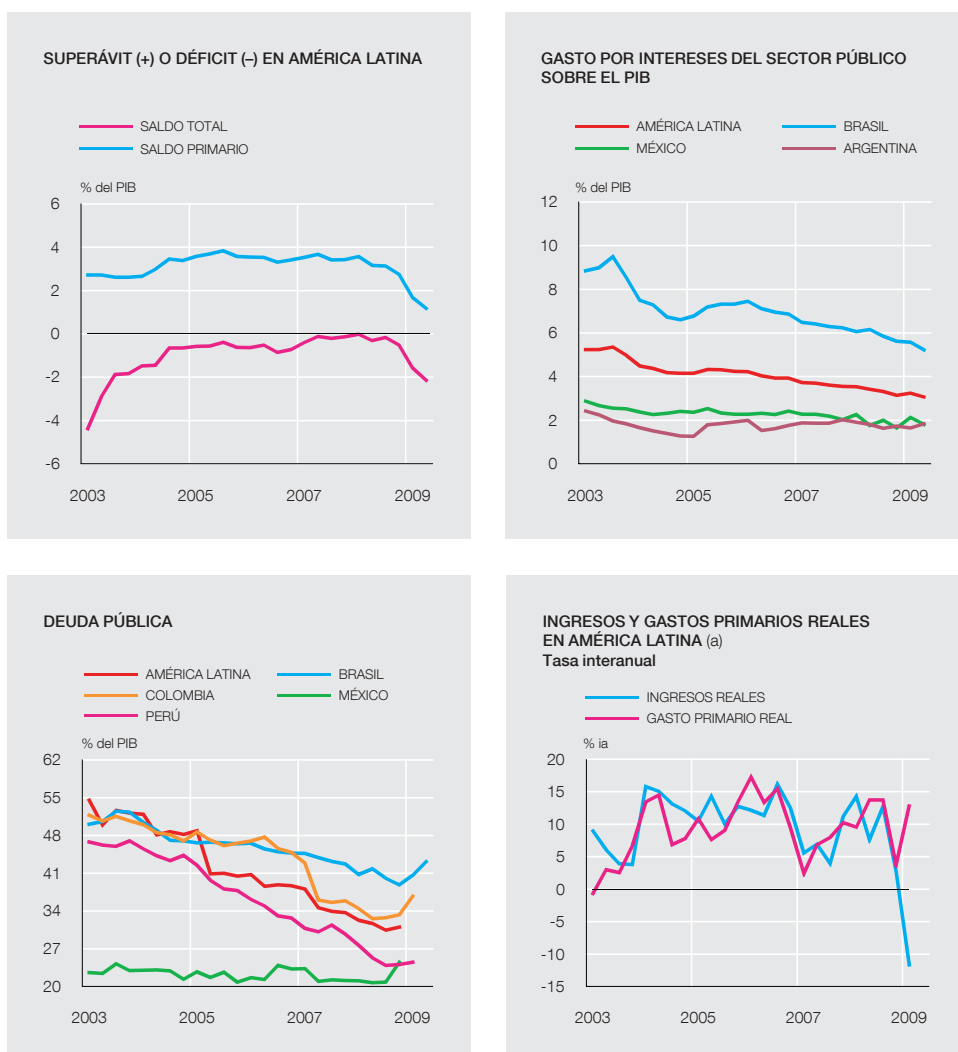
En el caso de Brasil, las numerosas iniciativas que el banco central tomó para proveer liquidez en moneda local y en dólares a partir de octubre de 2008 no tuvieron un impacto sustancial sobre el tamaño del balance del banco central, que se mantuvo en torno al 30% del PIB (aunque, como consecuencia de la acumulación de reservas, este se había expandido fuertemente durante el año anterior). Además, al igual que en el resto de los países, el balance se vio afectado por los efectos de valoración de las reservas derivados de la fluctuación del tipo de cambio. Las medidas adoptadas por Brasil alteraron, sin embargo, la composición del balance del banco central por el lado del pasivo, a través de la reducción y flexibilización de los encajes bancarios. Ello generó una significativa reducción del volumen de recursos depositado obligatoriamente en el banco central, tanto en efectivo como en forma de títulos, y una simultánea liberación de liquidez.

En el caso de Chile, la decisión del banco central de fortalecer su posición en moneda extranjera a partir de abril de 2008 — meses antes de la caída de Lehman Brothers— quebró la tendencia decreciente que se venía observando en su balance desde la adopción del régimen de libre flotación cambiaria en 1999. Así, de abril a septiembre de 2008, se acumularon reservas de divisas (desde el 9,8% al 15,8% del PIB), aunque la emisión monetaria asociada fue esterilizada, en gran medida, con la colocación de pagarés del banco central. Desde septiembre de 2008, se adoptaron una serie de medidas para asegurar la liquidez en dólares y pesos del sistema financiero local desde el lado del activo. Entre ellas, la venta de dólares con pacto de recompra (*swaps*), la ampliación de líneas de crédito en pesos y el establecimiento de una facilidad de liquidez a plazo (FLAP) mediante la cual se otorgan créditos a plazos de 90 y 180 días a una tasa fija. Pero, además, el banco central suspendió la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año en la segunda mitad de 2009 y recompró títulos de deuda propios (en total, en torno a un 9% del saldo vivo emitido), con el fin de mitigar la presión al alza sobre los tipos de interés en esos plazos, ante el aumento de las emisiones del Tesoro a largo plazo. En el lado del pasivo, resulta destacable que se produjera un fuerte aumento de los depósitos de los bancos comerciales en el banco central, como consecuencia del entorno de inestabilidad financiera.

Finalmente, el balance del banco central de Argentina aumentó considerablemente hasta el entorno del 27% del PIB. La mitad de este incremento se explica por efectos valoración de las reservas derivados de la depreciación del tipo de cambio (puesto que las reservas en dólares se redujeron ligeramente). La otra mitad refleja fundamentalmente el aumento de los adelantos transitorios al Gobierno y el aumento de títulos públicos en poder del BCRA, a fin de contribuir a la provisión de liquidez. En este sentido, aunque el banco central de Argentina intervino en el mercado de cambios en defensa del peso en menor cuantía que otros bancos centrales de la región, tomó una serie de medidas a partir del recrudecimiento de la crisis en septiembre de 2008, para asegurar la provisión de liquidez en los mercados, tanto desde el lado del activo como del pasivo. Entre ellas, se redujeron los coeficientes de encaje en moneda extranjera, se aumentó la disponibilidad de liquidez a tipo de interés fijo, y se flexibilizaron los plazos para el cumplimiento de encajes.

Este repaso a la evolución de los balances y su composición sugiere que, aunque las medidas tomadas por algunos de los bancos centrales fueron extraordinarias — como la provisión amplia de liquidez en dólares y en moneda local—, pocas pueden recibir el calificativo de «no convencionales», tal como se entiende en las economías avanzadas. Entre estas, podrían considerarse las compras de activos por parte del Banco de México — de magnitud relativamente reducida para el tamaño del mercado de deuda— o la recompra de títulos por parte del banco central de Chile, aunque algunas de estas medidas están asociadas a operativas relativamente habituales entre bancos centrales y Tesoros en América Latina. Además, una parte significativa del aumento del tamaño de los balances ha sido consecuencia automática de efectos valoración (derivados del aumento del contravalor en moneda local de las reservas de divisas), como consecuencia de la depreciación de los tipos de cambio, a pesar de que en dólares las reservas se redujeran durante la crisis por las intervenciones.

La distinta casuística e intensidad del incremento de los balances de las autoridades monetarias en América Latina respecto a las economías desarrolladas puede explicarse por dos factores diferenciales: en primer lugar, la magnitud y características de la crisis financiera han sido muy diferentes; los problemas dominantes en América Latina están relacionados con un bloqueo de la liquidez en moneda extranjera, principalmente, y los instrumentos se han dirigido a contrarrestar esta situación. En segundo lugar, el margen para las políticas más convencionales no se había agotado: por un lado, solo en Chile los tipos de interés se han situado cerca del límite cero; por otro lado, a diferencia de los países industrializados, la mayoría de los bancos centrales han aprovechado otros instrumentos disponibles — en particular, los encajes bancarios— para incrementar el flujo de liquidez en la economía. Dadas estas circunstancias, es de prever que la reversión de las medidas tomadas durante este período será más automática y menos compleja que la de las economías industrializadas.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

sentido, cabe destacar que la capacidad contracíclica derivada de la aplicación de reglas fiscales ha reactivado el interés en este instrumento, no solo en la región, sino a escala global. En varios países, en cambio, la ejecución de los planes de estímulo fiscal ha ido por detrás de lo previsto. México ha planteado una nueva reforma fiscal, que aún necesita ser aprobada en las cámaras, después de que el déficit fiscal se situara en el 1,7% del PIB, el peor registro desde 1990 (véase la sección «Evolución económica por países»).

### Otras políticas económicas

En los últimos meses, los procesos de integración comercial en América Latina han seguido evolucionado a «dos velocidades», en el sentido de que, por un lado, en la Cuenca del Pacífico han proliferado nuevos acuerdos comerciales bilaterales, principalmente con Asia, mientras que, por otro, MERCOSUR y la Comunidad Andina han seguido afrontando serios obstáculos. En contra de lo que se anticipaba, el cambio de Administración en Estados Unidos no ha supuesto modificación alguna en el tratado de libre comercio de América del Norte, y la discusión de nuevas cláusulas ambientales y laborales se ha pospuesto hasta después de la crisis. La iniciativa de utilizar moneda local en los intercambios entre Argentina y Brasil, lanzada en octubre, abarca muy pocas operaciones, a pesar de lo cual se quiere relanzar en 2010.

El último ciclo de crecimiento en la región fue impulsado, en buena medida, por el comportamiento del precio de las materias primas, entre ellas el petróleo, principal producto de exportación de algunos países latinoamericanos. Esta bonanza también mejoró significativamente la posición fiscal y exterior de algunos países, de tal modo que, en ausencia de los ingresos fiscales y por exportación de petróleo, México, Ecuador, Venezuela, Colombia o Perú habrían registrado fuertes desequilibrios externos y fiscales<sup>1</sup>.

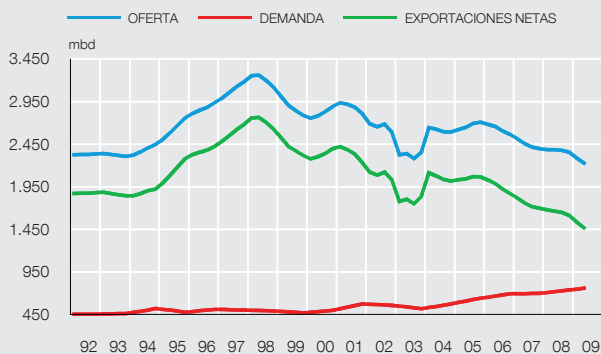
A pesar de este incremento de precios, la producción y exportación de crudo en América Latina ha ido decreciendo en los últimos años, con la excepción de algún país, en especial de Brasil. En los paneles del gráfico a continuación se presenta la evolución de la oferta y la demanda para cuatro grandes productores de crudo de América Latina, y se observa que, mientras que en Venezuela, México y Ecuador las exportaciones netas han estado cayendo de manera muy acusada, en Brasil la cantidad de crudo que se debe importar ha tendido a reducirse. Esta evolución sugiere el paulatino agotamiento de los recursos petrolíferos en algunas naciones de la región y plantea el riesgo de que algunos de los países —como México— pasen a ser importadores netos de petróleo en un futuro próximo, mientras que otros, como Brasil, pueden convertirse en exportadores, con el descubrimiento de nuevos yacimientos en el último año.

1. La balanza comercial en México sin ingresos petroleros sería del -4,8% del PIB, frente al -1,1%, y el saldo del sector público, del -7,8%, en vez del -0,4%, en media entre 2003 y 2009. Las cifras para Venezuela serían de una balanza comercial del -12% sin petróleo, frente al 15,5%, y de un déficit público no petrolero del -12,8%, frente al -1%.

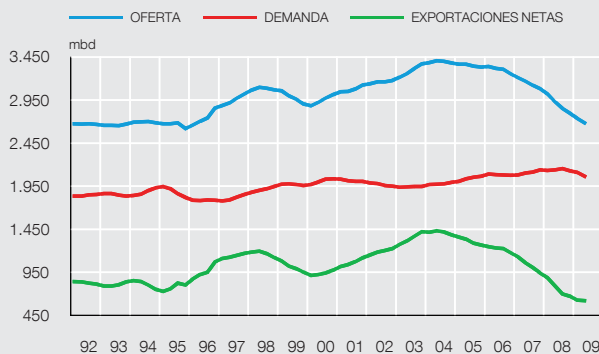
La exportación neta de petróleo de un país o región está determinada por la diferencia entre la producción generada y el consumo interno de este tipo de combustible. La oferta o producción depende de la existencia y capacidad de explotación de los yacimientos, la tecnología de extracción y el esfuerzo para emprender los proyectos de exploración y extracción. De acuerdo con todas estas variables, se puede determinar la evolución futura de la producción y, en particular, el punto de máxima producción, a partir del cual la extracción decrece a una tasa que depende de la edad de los yacimientos, las características físicas y el perfil de explotación de los mismos<sup>2</sup>. La evolución de la demanda es otro factor a tener en cuenta, y generalmente no ha recibido la suficiente consideración cuando se ha examinado el potencial exportador de un país. Cuando los precios del petróleo son elevados, los países productores tienden a incrementar su producción, y con ello las exportaciones. En paralelo, sin embargo, el aumento del ingreso doméstico estimula de forma importante el crecimiento económico y la demanda de energía en los propios productores. Si, además, el precio doméstico de la energía está subsidiado —algo habitual en los países productores—, el incremento de la demanda interna resulta aún mayor.

2. Los primeros estudios sobre los límites a la extracción y los picos de producción se deben a K. Hubbert (1956), «Energy from Fossil Fuels», *Science*, quien predijo que el pico petrolero se alcanzaría en Estados Unidos en 1970, cosa que ocurrió exactamente. Actualmente, los campos más grandes del mundo se encuentran en la mencionada fase de declive, tras alcanzar sus máximos en los años setenta y ochenta (Oriente Medio) o en 2003 (Cantarell, en México). Tan solo los grandes campos situados en la ex Unión Soviética alcanzaron sus máximas producciones en los tres últimos años.

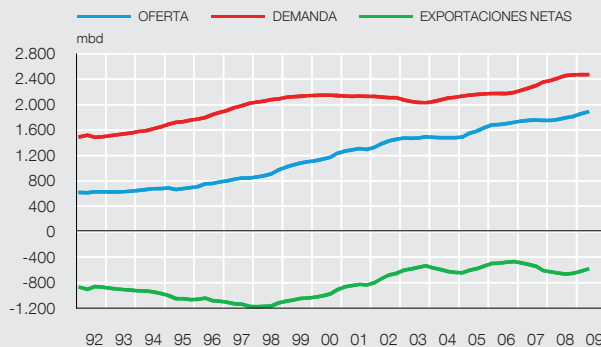
1 VENEZUELA



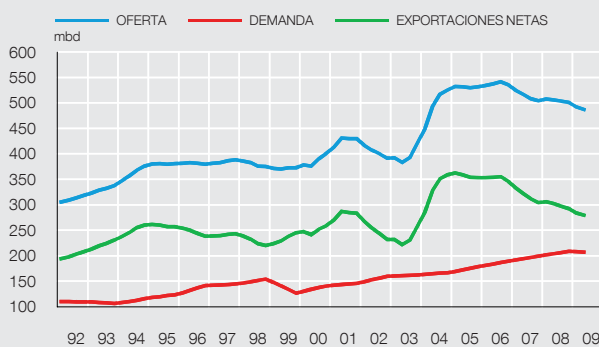
2 MÉXICO



3 BRASIL



4 ECUADOR



FUENTES: AIE y cálculos propios.

En una situación de este tipo, en la que la tasa de crecimiento de la producción es de esperar que sea baja o incluso negativa, mientras que la demanda interna puede crecer a ritmos notables, las exportaciones netas tienden a reducirse, y, además, a una tasa más rápida de lo que lo hace la producción. Así, un país que en la actualidad es exportador neto de petróleo pasará eventualmente a ser importador neto si la oferta decrece o aumenta pero a un ritmo inferior al ascenso de la demanda<sup>3</sup>. Por el contrario, países donde el incremento de la producción se espera que supere con creces al de la demanda, pueden convertirse en un plazo más o menos lejano en exportadores de crudo.

Utilizando los datos de producción y demanda publicados mensualmente por la AIE actualizados hasta el segundo trimestre de 2009, es posible realizar un ejercicio ilustrativo, consistente en proyectar la evolución futura de las exportaciones y estimar cuándo los países dejarán de ser exportadores, o comenzarán a serlo<sup>4</sup>.

3. Uno de los ejemplos más claros de este tipo de desarrollo lo constituye Indonesia. El país alcanzó su máxima producción en el segundo trimestre de 1996, momento a partir del cual la extracción decayó a un ritmo medio del 2,2% anual. Con un incremento de la demanda interna del 4,6% en media, Indonesia pasó a ser importador neto en el tercer trimestre de 2002, con un ritmo medio de descenso de las exportaciones del 29,3%, muy superior a la suma compuesta de las tasas de variación de la oferta y la demanda. Un resultado similar se obtendría en el caso de que la producción cayera a un ritmo superior al que cae la demanda, como en el Reino Unido, cuya producción máxima se registró en el cuarto trimestre de 1999, y que pasó a ser importador neto cinco años después, con la demanda estancada (-0,02%), pero con una fortísima caída de la producción, del -7,1%, lo que resultó en un descenso medio de las exportaciones del 44,5%. 4. El ejercicio no tiene en cuenta las previsiones de la AIE a corto plazo (2010) ni a medio plazo (2014), cuando estas están disponibles, pero las conclusiones cualitativas son las mismas. Por ejemplo, en el caso de México, la brecha entre la oferta y la demanda prevista para 2010 por la AIE es más reducida que la estimada con la extrapolación, esto es, México sería importador neto antes de lo que apunta el ejercicio.

El ejercicio tiene limitaciones evidentes, como la extrapolación automática de las tasas de crecimiento de la producción y la demanda desde que se alcanza el pico de producción, sin tomar en consideración posibles cambios en el precio del crudo que estimulen o desincentiven nueva inversión, cambios en los subsidios al consumo interno, variaciones en la demanda global por la entrada o salida del mercado de nuevos grandes consumidores como China, o descubrimientos de nuevas explotaciones. Tampoco tiene en consideración cambios en la eficiencia energética en los importadores o en los propios productores que reduzcan, respectivamente, la demanda mundial o doméstica, cambios regulatorios en los exportadores, mejoras de la eficiencia de la extracción en campos en declive, u otros factores<sup>5</sup>. Por tanto, debe entenderse tan solo como una ilustración del hecho que se quiere resaltar, el posible agotamiento de la fuente de recursos externos para estos países de América Latina.

En el cuadro adjunto aparecen los países productores de crudo en América Latina, divididos entre exportadores e importadores. A continuación se muestran, desde el pico de producción, las tasas de crecimiento de esta y de la demanda. Como se puede observar, para todos los países exportadores netos, a partir de la máxima producción, esta decrece y la demanda crece, salvo en Colombia, país en el que, no obstante, la demanda decrece menos que la oferta. A partir de estos datos, se puede inferir que todos los países latinoamericanos que actualmente son exportadores netos pasarán a ser importadores netos en las próximas décadas<sup>6</sup>, mientras que Brasil se perfila

5. En el caso de Colombia, por ejemplo, la mejora de la seguridad en el país ha permitido aprovechar el potencial de los campos cuando parecía que la producción se encontraba ya en declive. 6. En el caso de México, por ejemplo, el FMI augura que el país pasará a ser importador neto de crudo alrededor del año 2012 [véanse *Mexico: 2008 Article IV Consultation, Staff Report; Staff Supplement, and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, FMI (2009), y *Mexico: Arrangement Under the Flexible Credit Line - Staff Report; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion*, FMI (2009)].

	Exportaciones netas (a) (m bpd)	Desde pico de producción a 2009			
		Fecha pico	Exportaciones netas	Variación oferta	Variación demanda
<b>EXPORTADORES NETOS:</b>					
Venezuela	1.529	I TR 98	2.884	-3,5	4,6
México	646	II TR 05	1.326	-5,5	0,4
Colombia	345	IV TR 98	527	-1,4	-1,2
Ecuador	288	I TR 06	362	-2,8	4,2
Trinidad y Tobago	79	I TR 06	118	-7,5	4,9
Argentina	15	III TR 98	322	-2,6	1,8
<b>IMPORTADORES NETOS:</b>					
Bolivia	-24	III TR 05	-2	-6,0	6,2
Guatemala	-61	II TR 03	-40	-9,2	2,3
Perú	-77	IV TR 93	-1	-0,6	2,4
Cuba	-110	I TR 03	-100	-3,6	-0,4
Chile	-351	I TR 92	-139	-7,7	5,1
Brasil	-600	II TR 09	-515	7,7	0,3
<b>PRO MEMORIA:</b>					
América Latina	1.678	II TR 05	3.231	-2,1	2,6

FUENTES: Agencia Internacional de la Energía y cálculos propios.

a. Media de 2007 al segundo trimestre de 2009.

como un candidato claro para tomar el relevo como exportador neto (véase panel 1 del gráfico a continuación)<sup>7</sup>.

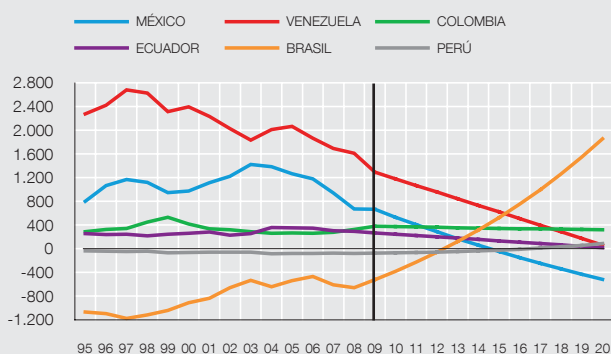
En el panel 2, se establece una comparación de la situación de los países latinoamericanos con otros grandes exportadores de crudo en la actualidad. En el eje vertical se recoge la tasa de variación de la demanda desde el pico de producción, y en el horizontal, la tasa

de variación de la oferta desde dicho momento, mientras que el tamaño del círculo representa las exportaciones netas actuales de cada país. De este modo, cuanto más arriba y a la izquierda se sitúe un país y más pequeño sea su círculo, más desfavorable será su situación. Como se puede apreciar, los países latinoamericanos estarían en una posición relativamente desfavorable respecto a otros exportadores, pues pasarían a ser importadores netos en una fecha más cercana.

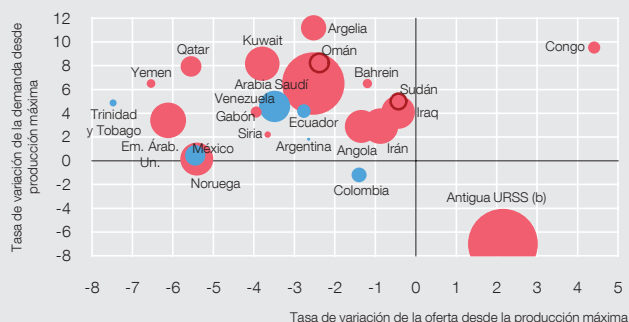
7. Si tomamos el conjunto de la región, América Latina estaría sacando al mercado unos 1.621 millones de barriles en 2009, y se convertiría en importadora neta con un cambio muy relevante en la composición. Así, Brasil pasaría a ser el mayor exportador de la región, con un 80% de las ventas netas totales, seguido de Colombia, mientras que Venezuela, México y Chile serían los mayores importadores de la región. Los casos de Perú, Cuba y Guatemala ilustran, por otro lado, la simplicidad del modelo, dado que, si se tomaran las tasas medias desde 1992 a 2009 o desde 1997 a 2009, también pasarían a ser exportadores netos. En Perú, los descubrimientos de Camisea han hecho que la tasa de crecimiento de la oferta desde 1997 a 2009 sea del 12,7%.

A pesar de las limitaciones del ejercicio, este permite mostrar que los ingresos fiscales y exteriores derivados de las exportaciones de crudo pueden irse reduciendo en el tiempo de modo importante para muchos países latinoamericanos. En este contexto, las medidas destinadas a elevar la eficiencia de la exploración y la extracción, así como las encaminadas a contener el incremento de la demanda —por ejemplo, reduciendo los subsidios sobre precios— pueden ser fundamentales para prolongar estos ingresos en el tiempo.

1 AMÉRICA LATINA: EXPORTACIONES NETAS, MILLONES BPD



2 GRANDES PRODUCTORES DE CRUDO (a)



FUENTES: AIE y cálculos propios.

a. El tamaño de los círculos representa las exportaciones netas en 2007-2009; el eje horizontal, la tasa de variación media de la oferta a partir del pico de producción, y el vertical, la tasa de variación de la demanda en el mismo período.  
 b. Rusia, Azerbaián, Kazajistán y Turkmenistán.

Asimismo, se anunció el convenio constitutivo del Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE) tras la cumbre de jefes de Estado del ALBA (Alternativa Bolivariana para las Américas). Por último, Venezuela ha limitado el comercio con Colombia por un conflicto diplomático (las exportaciones colombianas a Venezuela disminuyeron en julio de 2009 más de un 28%), tratando de desviar las compras hacia Argentina.

En el ámbito de las reformas estructurales, no se produjeron avances sustanciales, en un contexto en el que las decisiones de política económica siguieron condicionadas por la crisis. En Brasil, se ha propuesto cambiar el esquema de explotación de los nuevos yacimientos petroleros para otorgar mayores recursos a la empresa estatal, Petrobras, y en Venezuela se reforzó el control estatal del sector petrolífero con la nacionalización de las actividades co-

	Asignación general DEG	Asignación especial DEG	% asignación sobre ing. fiscales	% asignación sobre reservas int. de divisas
Argentina	2.454	207	3,1	5,8
Brasil	3.520	434	1,0	1,9
Colombia	897	79	1,5	4,0
Chile	992	94	2,4	4,6
Ecuador	350	49	2,9	12,7
México	3.655	350	1,6	5,5
Peru	740	71	3,5	2,5
Uruguay	355	25	4,6	5,1
Venezuela	3.083	399	4,5	11,5
América Latina	16.046	1.708	1,8	4,0

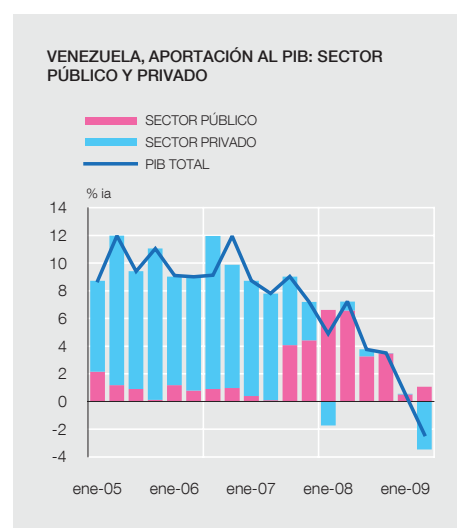
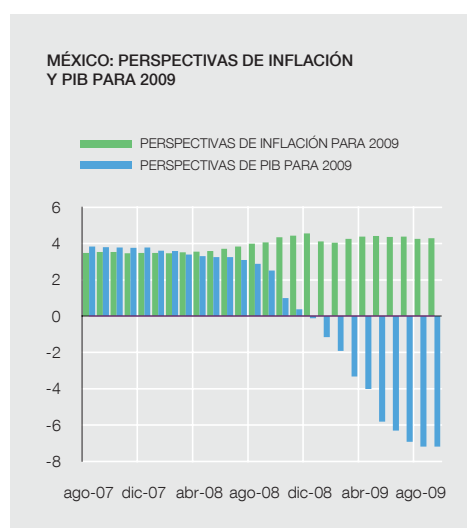
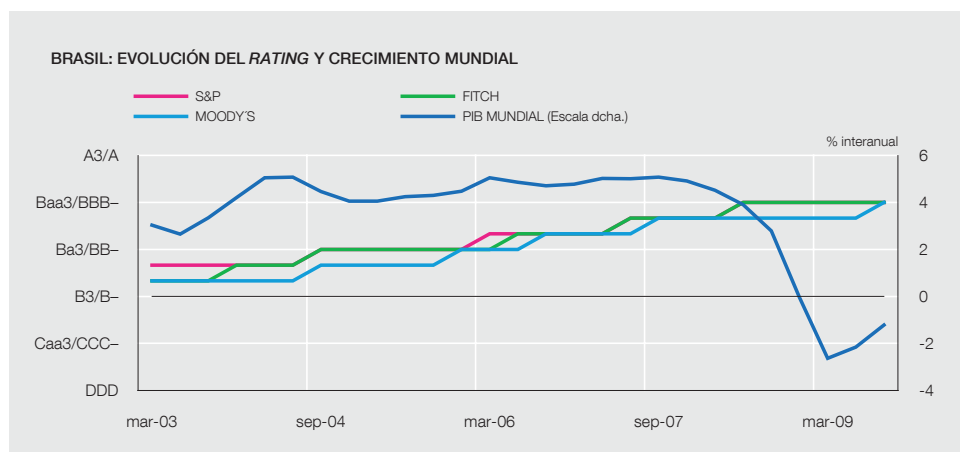
FUENTES: Datastream y FMI.

nexas, y se avanzó en la nacionalización del sector siderúrgico. En el ámbito de la integración financiera, Chile, Colombia y Perú alcanzaron un acuerdo en septiembre para integrar sus mercados de renta variable a finales de 2010, en un esfuerzo para incrementar el volumen de inversiones en cada mercado, así como su liquidez, y Argentina, Brasil, Venezuela, Paraguay, Bolivia, Ecuador y Uruguay firmaron el acta constitutiva del Banco del Sur, con un capital de 20 mm de dólares, aunque hasta la fecha solo se han suscrito 7 mm.

En el ámbito de las medidas adoptadas a nivel internacional, cabe mencionar la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) que se completó a finales de agosto y comienzos de septiembre, en cumplimiento de las decisiones del G 20 en abril (283 mm de dólares, en total, de los cuáles 16 mm han correspondido a las nueve principales economías de América Latina; véase cuadro 3). Esta asignación supone un refuerzo de las reservas internacionales (entre un 2% y un 10% del saldo actual, dependiendo de los países), y, en la medida en que son libremente intercambiables por otras divisas internacionales (dólar, yen, libra esterlina, euro), a través de acuerdos voluntarios entre Gobiernos, suponen una mayor disponibilidad de fondos para cada país (entre un 1% y un 5% de los ingresos fiscales). Sin embargo, hasta la fecha, solo Ecuador y Argentina han mostrado su disposición a intercambiar DEG por otras divisas (Argentina, en principio, con la intención de amortizar vencimientos de deuda de corto plazo).

### **Evolución económica por países**

La contracción de la actividad económica que se inició en *Brasil* en el cuarto trimestre de 2008 se prolongó en el primero de 2009, si bien la magnitud de la caída intertrimestral se moderó, pasando del -3,4% al -1%. La caída interanual de la economía en ese primer trimestre fue del 1,8%, resultado de una caída de la demanda interna (que restó 1,9 pp al crecimiento), en particular de la inversión. En el segundo trimestre del año, el PIB se expandió un 1,9% en relación con el trimestre precedente (descendiendo un 1,2% interanual), aunque la caída de la demanda interna fue similar a la del trimestre anterior en términos interanuales (un -1,7%, frente al -1,9% del primer trimestre) y el consumo privado se aceleró notablemente (de 1,3% a 3,2%). La aportación positiva de la demanda externa al crecimiento fue de tres décimas en el primer semestre del año, la menor entre las economías de la región. Los indicadores del tercer trimestre de 2009 apuntan a que el crecimiento de la economía ha proseguido en ese período. Esta recuperación de la actividad se ha apoyado en una política monetaria contracíclica, a través del descenso de los tipos oficiales (un total de 500 pb desde enero, hasta el 8,75%, el nivel más bajo con el actual marco monetario) y de la promoción de la actividad de



FUENTES: Banco central de México y Banco Central de Venezuela.

la banca comercial pública y de la banca de desarrollo. La relajación monetaria se ha ido trasladando a los tipos de interés de mercado, lo cual, unido a las reducciones de encajes bancarios para aliviar las tensiones de liquidez de los bancos durante el último trimestre de 2008, ha contribuido a abaratar notablemente el crédito bancario. La relajación de la política monetaria fue posible por la continua moderación de la inflación, en un contexto de debilidad de la economía, de forma que la tasa de inflación se situó en el 4,3% en septiembre, una décima por debajo del objetivo del banco central para este año —aunque a este resultado también contribuyeron los efectos base derivados de los elevados incrementos de los precios de los alimentos en la primera mitad de 2008—. En el ámbito fiscal se produjo un deterioro notable de las cuentas públicas, como consecuencia de la moderación de ingresos y el aumento del gasto, de manera que el superávit primario acumulado en los últimos doce meses hasta agosto fue del 1,6% del PIB, muy por debajo del 3,7% de 2008 y del objetivo revisado para 2009, un 2,5%. El empeoramiento de las cuentas públicas, unido a la apreciación del real y a la contracción del PIB, contribuyó al aumento de la deuda pública (neta), que se situó en el 44,1% en agosto (frente al 38,8% de diciembre de 2008). En el ámbito del sector exterior se ha registrado una leve reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente, por el ligero incremento en el saldo de la balanza comercial y el menor déficit de la balanza de rentas y servicios. La rápida recuperación de la economía es uno de los principales factores que ha llevado a Moody's a elevar la deuda soberana brasileña a grado de inversión (véase gráfico 11).

En los dos primeros trimestres de 2009, la actividad en *México* experimentó una importante contracción, con caídas interanuales del -8% y el -10,3%, respectivamente, si bien en tasas intertrimestrales la caída del primer trimestre fue mucho mayor (-5,8%, frente a -1,1% en el segundo trimestre). Además, en el segundo trimestre la actividad se vio afectada por los efectos de la gripe A, que habrían restado un punto porcentual al crecimiento. El peso del ajuste recayó en la demanda interna, que se contrajo un -8,9% y un -11,7% en tasa interanual, en el primer y segundo trimestres, respectivamente, destacando la caída del consumo privado, superior al -9%. La aportación de la demanda externa fue positiva, aunque en un contexto donde tanto las importaciones como las exportaciones registraron notables caídas. Los datos de mayor frecuencia referidos al tercer trimestre del año apuntarían hacia la recuperación de tasas de crecimiento de la actividad trimestrales positivas. La tasa de inflación se ha reducido, aunque en menor medida que en otros países de la región, especialmente si se considera el tamaño de la brecha de producción que se ha originado en los últimos trimestres. Así, la inflación se situó en septiembre en el 4,9%, 0,9 pp por encima del rango máximo del banco central. Además, las expectativas de inflación siguen superando los objetivos establecidos para 2009 y 2010 y las negociaciones salariales estarían por encima del 4%. Entre los factores explicativos de esta resistencia a la baja cabe mencionar la intensa depreciación del peso (un 20% desde octubre), que ha resultado ser más persistente que en otros países y que se ha reflejado en un repunte del precio de las mercancías<sup>3</sup>; el elevado grado de histéresis en la inflación cuando procede de un *shock* cambiario<sup>4</sup>, y la falta de competencia en algunos mercados. Además, la prevista elevación de impuestos puede implicar un nuevo repunte de las tasas de inflación en los próximos meses. A pesar de esta evolución, relativamente desfavorable (véase gráfico 11), el banco central mantuvo la senda de recortes del tipo de interés oficial hasta la reunión de política monetaria de julio, cuando señaló el final del ciclo de descensos, que han totalizado 375 pb, desde enero de 2009. Respecto al sector externo, en el primer semestre de 2009, la balanza por cuenta corriente registró un déficit inferior en un 40% al del mismo semestre de 2008. La balanza comercial pasó a registrar un saldo positivo en el segundo trimestre de 2009, por el aumento del valor de las exportaciones petroleras. Las cuentas del sector público empeoraron sustancialmente en el primer semestre del año, al pasar de un equilibrio fiscal en 2008 (-0,1% del PIB) a un déficit del -1,7%, el peor dato desde 1990. Sin duda, uno de los retos a los que se enfrenta el país es la consolidación fiscal; el Gobierno ha anunciado dos planes de ahorro en gastos de administración para 2009, equivalentes al 0,7% del PIB, y en el presupuesto de 2010 se apuntan nuevos recortes de gastos y cambios en los impuestos, que, tras su discusión en las Cámaras, probablemente consistirán en subidas de impuestos especiales, del IVA y de las tarifas máximas del impuesto sobre la renta.

En *Argentina*, el PIB en el segundo trimestre de 2009 creció un 0,3% en tasa intertrimestral, tras el 0,1% del primer trimestre. Según estas cifras, la economía argentina solo habría registrado una caída en tasa trimestral en el cuarto trimestre de 2008 (-0,5%), evitando así la situación de recesión técnica. En tasa interanual, la economía registró un descenso del -0,8% en el segundo trimestre, el primero desde 2002, tras el crecimiento del 2% registrado en el primer trimestre. El rasgo más destacable fue el retroceso de la demanda interna, que en tasa inte-

3. Según la encuesta del Banco de México, el 87% de las compañías manifestaba que sus costes habían aumentado por el movimiento cambiario, debido a que una gran proporción de los *inputs* que utilizan, o bien son directamente importados (39%), o bien son bienes comerciables cuyo precio doméstico también se ve afectado por el tipo de cambio. En la misma encuesta se apunta a que el 28% de las empresas afectadas optaron por elevar los precios ante la depreciación del peso, y que, de estas, más del 50% lo hicieron en el primer semestre de 2009. 4. La evidencia histórica apunta a que el retorno a tasas de inflación bajas tras un episodio de depreciación cambiaria fuerte en el país es lento: tras la devaluación del peso en diciembre de 1994, del 35%, frente al dólar, la inflación no regresó a niveles comparables con las tasas previas hasta mayo de 1998, unos 40 meses después, mientras que la devaluación de septiembre de 1976, del 37%, generó tasas de inflación superiores a las previas durante más de 27 meses. No obstante, algunos trabajos recientes demuestran que el *pass through* ha tendido a reducirse [véase Devereaux y Yetman (2003) y, para México, Sidaoui y Ramos Francia (2008)].



ranual cayó un -4,8% en el segundo trimestre. Por componentes, la caída de la inversión alcanzó un 10,7%, y la del consumo privado, un -1,8%. El sector externo tuvo una aportación positiva al crecimiento cercana a los 4,1 pp, frente a los 2 pp del primer trimestre de 2009, al profundizar las importaciones su contracción y recuperarse las exportaciones, en parte porque se beneficiaron de un efecto base positivo. La balanza por cuenta corriente aumentó notablemente su posición superavitaria en el primer semestre de 2009, gracias al mayor superávit comercial, lo que permitió que las reservas no experimentaran un descenso importante pese a que la cuenta financiera presentó un déficit muy superior, ligado a la formación de activos externos. Las salidas de capitales fueron superiores a los 8.600 millones de dólares en el primer semestre de 2009 y han superado los 43.000 millones desde mediados de 2007, aunque los datos más recientes apuntan a que se habrían frenado. La inflación se redujo en línea con la actividad económica (oficialmente, un 6,2% en septiembre), aunque permanece elevada<sup>5</sup>. En un contexto de mayor demanda de pesos en los dos últimos meses, el banco central redujo el tipo de interés de los pases pasivos a siete días en 150 pb entre julio y octubre, hasta el 9,50%, lo que se ha traducido en un importante descenso de los tipos de mercado, y comenzó a recomprar reservas. Por el lado de las cuentas públicas, el superávit primario descendió notablemente en los nueve primeros meses del año, pues los gastos crecieron en mucha mayor medida que los ingresos. También se ha producido un empeoramiento de las cuentas fiscales de las provincias. Esta situación de las cuentas públicas y las dificultades de financiación del Gobierno argentino han llevado a que solo se haya ejecutado una pequeña parte del plan de estímulo fiscal anunciado a finales de 2008. También en el frente fiscal, el Gobierno llevó a cabo otro canje de deuda que tuvo un nivel de aceptación del 76% y que consistió en el cambio de deuda indexada a la inflación por deuda indexada a un tipo de interés de mercado. De acuerdo con los datos ofrecidos por el Gobierno, el canje supone un ahorro de casi 2.000 millones de dólares hasta el año 2012 en el servicio de la deuda, con el coste de un mayor período de amortización. En los últimos meses se percibe un cambio actitud del Gobierno respecto al FMI, en particular respecto a la realización de una revisión del artículo IV, la primera desde 2006, la resolución de los *holdouts* —donde ya se ha anunciado la reapertura del canje de deuda— y el Club de París.

En *Chile*, el PIB se contrajo un 2,3% y un 4,5% interanual, respectivamente, en los dos primeros trimestres de 2009. Sin embargo, aunque el segundo trimestre de 2009 es el cuarto consecutivo con una tasa intertrimestral negativa, estas se han ido moderando, hasta situarse en un -0,4%. La caída de la demanda interna se debió principalmente a la inversión en maquinaria y equipo, aunque el consumo privado también se contrajo. En cambio, la aportación positiva de la demanda externa ascendió a 6,6 pp en el primer semestre de 2009, la mayor entre las economías de la región, como consecuencia de una caída mucho mayor de las importaciones que de las exportaciones. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre apuntarían a que Chile habría salido de la recesión técnica y en tasa intertrimestral presentaría un crecimiento positivo. Respecto al sector externo, la balanza por cuenta corriente pasó a registrar un superávit en el primer trimestre de 2009, que aumentó en el segundo hasta situarse en el 2,9% del PIB. La balanza de rentas fue menos deficitaria, pues la reducción de los precios de los productos mineros afectó a los beneficios devengados por las inversiones extranjeras en ese sector. La inversión extranjera directa en el primer semestre del año ascendió a 6.230 millones de dólares, una caída interanual del 20%, aunque en 2008 alcanzó un máximo histórico. En el primer semestre de 2009 el balance del Gobierno Central registró un déficit equivalente a 2,6% del PIB total de 2009, consecuencia de que los ingresos

---

5. Tras más de dos años y medio en los que se ha cuestionado la medición de la inflación, el Gobierno está intentando tomar medidas para mejorar la credibilidad del Instituto de Estadística, incluida la creación de dos consejos asesores que evaluarán las cifras y las metodologías del organismo.

reales cayeron un 34,6% en tasa interanual (los ingresos relacionados con el precio del cobre cayeron casi un 90%) y los gastos reales crecieron un 18,1%. Según datos oficiales, en ese primer semestre se habría ejecutado un 58,4% del Plan de Estímulo Fiscal previsto para 2009. Para financiar este Plan, el Gobierno decidió retirar 4.377 millones de dólares del fondo soberano y anunció que el Tesoro emitiría bonos en el mercado local por el equivalente a 1.700 millones de dólares en el segundo semestre de 2009. La inflación siguió cayendo de forma brusca, de tal forma que el IPC en el mes de septiembre se situó en el -1,1% interanual. Esta evolución viene explicada por la abrupta caída de la demanda interna desde finales de 2008, la alta base de comparación del año pasado, el rápido traspaso de los menores precios internacionales y el cambio en la metodología de medición del IPC que el INE implementó a principios de 2009. El banco central siguió reduciendo el tipo de interés oficial (hasta acumular 775 pb desde enero hasta julio) y lo situó en el 0,50%, y anunció algunas medidas con la intención de influir en el nivel de los tipos de interés a largo plazo (véase recuadro 1).

La economía de *Colombia* registró una leve recuperación, al expandirse en tasa intertrimestral un 0,3% y un 0,7% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, aunque en términos interanuales el crecimiento se mantuvo en tasas ligeramente negativas en los dos trimestres (-0,4% y -0,5%, respectivamente). La leve recuperación del PIB en el primer semestre se derivó en parte de la mejora de la demanda externa neta, por la caída de las importaciones, manteniéndose una tónica general de debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo privado. Los indicadores de actividad conocidos apuntarían a una persistencia de la debilidad iniciada antes de la crisis financiera global en los inicios del tercer trimestre del año. En este contexto, la inflación se redujo fuertemente desde el 8% a finales de 2008, al 3,2% en septiembre, cuarto mes consecutivo por debajo del intervalo objetivo del banco central ( $5\% \pm 0,5\%$ ). El objetivo de inflación para 2010 se ha modificado a la baja hasta el 3% con un intervalo de  $\pm 1\%$ . El banco central, que fue el primero de la región en iniciar las bajadas de tipos de interés oficiales en diciembre de 2008, continuó reduciendo los tipos de interés, hasta situarlos en el 4,5% en junio (un descenso acumulado de 550 pb), y los mantuvo en las reuniones posteriores hasta septiembre, cuando realizó inesperadamente un nuevo recorte de 50 pb, hasta el 4%. El déficit de la cuenta corriente se moderó en el primer semestre del año, como consecuencia de la reducción del déficit de rentas y servicios, y fue ampliamente cubierto por las entradas de flujos financieros de largo plazo. Las tensas relaciones con Venezuela plantean riesgos de reducción de exportaciones y probablemente contribuyeron a la fuerte caída de agosto. En el plano fiscal, los ingresos fueron inferiores de lo previsto; en esta circunstancia, el Gobierno ha optado por mantener el gasto y revisar al alza el objetivo de déficit para 2009, hasta el 4% (frente al 3,7% anterior); el del sector público consolidado aumenta del 2,4% al 2,6% del PIB.

La economía de *Perú* estuvo en recesión en la primera mitad del año, como señalan las caídas intertrimestrales del 1,1% y 0,9% en los dos primeros trimestres del año. En términos interanuales, solo el segundo trimestre registró una tasa de variación negativa (de -1,1%, la primera desde el segundo trimestre de 2001), como consecuencia del desplome de la demanda interna (-5,5%), cuyo origen es la caída de la inversión privada. La aportación del sector externo fue positiva (3,7 pp en el primer semestre del año). La balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 0,1% del PIB en el segundo trimestre de 2009, tras el déficit registrado en los cinco trimestres anteriores, dado el mayor superávit comercial y el menor déficit en balanza de rentas por los menores beneficios de las empresas mineras transferidos al exterior. El proceso de reducción de la inflación se ha agudizado en los últimos meses, y en los nueve primeros meses de 2009 la inflación acumulada se situó en el -0,08%. Aunque la inflación subyacente ha disminuido, el principal factor explicativo son los precios de los alimentos. En ese contexto, el banco central continuó reduciendo el tipo de interés oficial por un total

acumulado de 525 pb desde febrero hasta agosto, situándolo en el 1,25%. No obstante, la autoridad monetaria ha señalado que no prevé realizar nuevos descensos. En el plano fiscal, en los siete primeros meses del año el sector público no financiero presentó un superávit primario del 1,8% del PIB (5,4% en el mismo período de 2008). Asimismo, la ejecución del plan fiscal anunciado a finales de 2008 va retrasada, porque los Gobiernos regionales no están realizando la inversión pública a los ritmos previstos. Moodys situó en septiembre el *rating* de Perú en revisión al alza para alcanzar el grado de inversión.

La actividad en *Venezuela* registró una contracción del 2,4% interanual en el segundo trimestre de 2009, frente al leve crecimiento del 0,3% en el primer trimestre. Destaca la caída de la demanda interna en el segundo trimestre de 2009, consecuencia especialmente de la contracción del consumo privado y de la inversión. Además, como se observa en el gráfico 11, el sector público ha sido el impulsor del crecimiento en los ocho últimos trimestres. La balanza por cuenta corriente volvió a presentar un superávit en el segundo trimestre del año, gracias al aumento del valor de las exportaciones (donde los productos relacionados con el petróleo supusieron un 94% del total) y la reducción de las importaciones. La inflación se mantiene muy elevada (28,9% en septiembre), en parte como consecuencia de los efectos de la subida del IVA (3 pp en abril). En términos más estructurales, la dificultad para obtener divisas en el mercado regulado explica parte de las tensiones inflacionistas, y la política del Gobierno sigue tratando de orientarse al cierre de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo. La política monetaria se relajó, con sucesivas bajadas de los tipos de interés máximos para créditos y mínimos de depósitos, y encajes legales en moneda nacional, pero esto no se tradujo en aumentos del crédito. En el frente fiscal se advierte cierta restricción, puesto que el gasto público en términos reales se contrajo en mayor medida que los ingresos. Finalmente, en el terreno político el Gobierno reactivó el plan de nacionalizaciones y emitió una serie de leyes que refuerzan el control del sector petrolero, el petroquímico y el siderúrgico, además de concretar la adquisición de la filial del Banco Santander.

23.10.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE MÉXICO (2009). «Impacto del tipo de cambio en la estructura de costos de las empresas y en el proceso de formación de precios», recuadro del *Informe Trimestral sobre la Inflación*, abril-junio.
- DEVEREAUX y YETMAN (2003). *Price setting and Exchange Rate Pass through, theory and evidence*, Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers, n.º 222002.
- HUBBERT, K. (1956), «Energy from Fossil Fuels», *Science*.
- SIDAQUI y RAMOS FRANCIA (2008). «The monetary transmission mechanism in Mexico, recent developments», BIS Papers, n.º 35, pp. 363-394.



Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el tercer trimestre de 2009 ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

La mayor parte de las normas pertenece al ámbito comunitario. Así, se han introducido ciertas aclaraciones en las técnicas de gestión de riesgos de las entidades de crédito, con el fin de facilitar su transposición en los países de la Unión Europea; se ha actualizado la normativa referente a la prestación de los servicios de gestión de reservas por el Eurosistema; se ha revisado el protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo de los países de la Unión Europea, y se han aprobado cambios en la contabilidad, en la información financiera y en la normativa de las estadísticas de las finanzas públicas del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

En el terreno del mercado de valores, se han incorporado algunas novedades en la regulación de los planes de pensiones, de los seguros privados y de las mutualidades de previsión social.

### Entidades de crédito: modificación de las técnicas relativas a la gestión de riesgos en la Unión Europea

Se ha publicado la *Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio de 2009* (DOUE del 28), que modifica determinados anejos de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio<sup>1</sup>, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo que se refiere a las técnicas de gestión de riesgos.

La norma incorpora determinadas aclaraciones en las disposiciones técnicas contenidas en algunos de los anejos<sup>2</sup> de la Directiva 2006/48/CE, con objeto de garantizar una transposición y una aplicación convergente en los países de la Unión Europea.

Entre otros aspectos, destacan las modificaciones introducidas en el anejo IX, «Titulización», en las que se concretan los supuestos en los que se considera que las entidades de crédito han transferido una parte significativa del riesgo de crédito en las titulaciones tanto tradicionales como sintéticas<sup>3</sup>. Dichos supuestos son los siguientes:

- a) Cuando las exposiciones ponderadas por riesgo de las posiciones de titulización semisubordinadas (*mezzanine*)<sup>4</sup> mantenidas por la entidad de crédito originadora no excedan del 50% de las exposiciones ponderadas por riesgo de todas las posiciones de titulización semisubordinadas existentes en dicha titulización.

---

1. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 176-178. 2. Son los anejos V, VI, VII, VIII, IX, X y XII de la Directiva 2006/48/CE. 3. La titulización tradicional implica la transferencia de activos a un fondo de titulización hipotecaria o a un fondo de titulización de activos que emite títulos que no representan obligaciones de pago de la entidad originadora. Se diferencia de la titulización sintética porque en esta no se produce la transferencia de los activos, que permanecen en el balance de la entidad, pero se transfiere el riesgo inherente al citado activo, que se suele cubrir mediante derivados de crédito o garantías reales o personales. 4. Se entenderá por posiciones de titulización semisubordinadas las posiciones de titulización a las que les sea aplicable una ponderación de riesgo inferior al 1.250% y que tengan menor prelación que la posición con mayor prelación de la titulización y que cualquier posición de titulización que se les asigne un grado 1 o 2 de calidad crediticia, conforme a la definición establecida en los anejos de la Directiva.

- b) Cuando no existan posiciones de titulización semisubordinadas y la entidad de crédito originadora no mantenga más del 20% del valor de exposición de las posiciones de titulización que estarían sujetas a deducción de los fondos propios o a una ponderación de riesgo del 1.250%.

Además de los casos anteriores, también podrá considerarse que se ha transferido una parte significativa del riesgo de crédito cuando la autoridad competente (autoridad supervisora) quede convencida de que la entidad de crédito cuenta con políticas y metodologías que garantizan que la posible reducción de los requisitos de capital está justificada por una transferencia acorde del riesgo de crédito a terceros<sup>5</sup>.

Por otra parte, se incrementa el factor de conversión del crédito con respecto a las líneas de liquidez, que ahora se establece en todos los casos en el 50% de su importe nominal<sup>6</sup>.

Finalmente, se suprime la consideración normativa específica para determinadas líneas de liquidez de las que podía disponerse en caso de una perturbación generalizada en los mercados<sup>7</sup>.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, a más tardar el 31 de octubre de 2010, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la Directiva, y las aplicarán a partir del 31 de diciembre de ese año.

**Banco Central Europeo:  
servicios de gestión  
de reservas  
por el Eurosistema**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2009/11, de 28 de mayo* (DOUE del 5 de junio), que modifica la *Orientación BCE/2006/4, de 7 de abril*, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales, a países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales.

La Orientación actualiza la definición de *reservas*, debido a la sustitución del sistema de dos listas por el de lista única de activos de garantía admitidos en todas las operaciones de crédito del Eurosistema<sup>8</sup>. De este modo, las reservas son el efectivo y todos los valores incluidos en la lista única (antes eran los activos de la lista 1) de la base de datos de activos admitidos por el Eurosistema. Dicha base contiene los activos admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que se publica y se actualiza diariamente en la dirección del BCE en Internet, salvo para determinados activos<sup>9</sup>.

---

5. Las autoridades competentes solo quedarán convencidas cuando la entidad de crédito originadora pueda demostrar que esa transferencia del riesgo de crédito a terceros está también reconocida a efectos de la gestión interna de riesgos y de la asignación de capital interno por la entidad de crédito. 6. Antes podía aplicarse un factor de conversión del 20% del importe nominal de una línea de liquidez con un vencimiento original hasta un año, y de un 50% con un vencimiento original superior a dicho año. 7. Se entendía que existía una perturbación generalizada cuando varias entidades que participaban en distintas operaciones no podían renovar pagarés comerciales a su vencimiento, y siempre que dicha incapacidad no fuera el resultado de una reducción de la calidad de crédito de la entidad con fines especiales o de la calidad crediticia de las exposiciones titulizadas. Para determinar su valor de exposición se podía aplicar un factor de conversión del 0% al importe nominal de una línea de liquidez de la que podía disponerse solamente en caso de perturbación generalizada en los mercados. 8. La Orientación BCE/2006/12, de 31 de agosto, por la que se modificó la Orientación BCE/2000/7, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, introdujo el sistema denominado «lista única», que sustituyó al sistema de dos listas que había estado vigente desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, y que entró en vigor el 1 de enero de 2007. 9. Son los siguientes: 1) los valores del «grupo emisor 3» (es decir, empresas y otros emisores) y, para los demás grupos emisores, los valores de la «categoría de liquidez V» (bonos de titulización); 2) los activos mantenidos exclusivamente a fin de cumplir las obligaciones en materia de pensiones y otras obligaciones conexas del cliente respecto de su antiguo o actual personal; 3) las cuentas especialmente asignadas abiertas por el cliente con un miembro del Eurosistema a los efectos de reescalonar la deuda pública en el marco de acuerdos internacionales, y 4) las demás clases de activos denominados en euros que decida el Consejo de Gobierno.

Finalmente, se introducen ciertos servicios específicos de gestión de reservas por el Eurosistema dentro del capítulo de los servicios de caja o inversión; en concreto, los «servicios de depósito a plazo a título de principal».

La Orientación entró en vigor el 1 de julio.

**Modificación del protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo de los países de la Unión Europea**

Se ha publicado el *Reglamento 479/2009, del Consejo, de 25 de mayo* (DOUE del 10 de junio), por el que se procede a la codificación del Reglamento (CE) 3605/93, del Consejo, de 22 de noviembre, relativo a la aplicación del protocolo en caso de déficit excesivo, anejo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en aras de conseguir una mayor claridad, al haber sido modificado en diversas ocasiones.

Como aspectos destacables de la reforma, cabe destacar los que se indican a continuación.

Se mantienen las definiciones de los términos «público», «déficit», «inversión», «deuda pública» y «producto interior bruto», referenciados todos ellos a los códigos de clasificación del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea (SEC 95), adoptado por el Reglamento 2223/96 del Consejo, de 25 de junio.

Los Estados miembros continuarán notificando a la Comisión (a través de Eurostat) el déficit público previsto y el real, y los niveles de deuda pública prevista y real, dos veces al año, pero se retrasa un mes en relación con las fechas previstas anteriormente. Así, la primera se realizará antes del 1 de abril, y la segunda, antes del 1 de octubre del año en curso.

Se establece la obligación por parte de los Estados miembros de informar a la Comisión (Eurostat), en cuanto dispongan de ella, de cualquier revisión importante de las cifras reales o previsiones de déficit y deuda que ya hayan comunicado. Las revisiones importantes estarán debidamente documentadas, sobre todo las que den como resultado la superación de los valores de referencia señalados en el protocolo, o las revisiones que indiquen que los datos relativos a un Estado miembro no superan ya los valores de referencia.

La Comisión (Eurostat) evaluará periódicamente la calidad de los datos reales notificados por los Estados miembros y de aquellas partidas de las cuentas públicas en que se basen, elaboradas con arreglo al SEC 95. Asimismo, los Estados miembros facilitarán lo antes posible a la Comisión (Eurostat) la información estadística<sup>10</sup> necesaria para evaluar dicha calidad. También proporcionarán un inventario detallado de los métodos, procedimientos y fuentes utilizados para recopilar los datos reales sobre déficit y deuda, y de las cuentas públicas en que se basen.

Por otro lado, se crean cauces de diálogo de carácter permanente entre la Comisión (Eurostat) y las autoridades estadísticas de los Estados miembros, que incluyen visitas periódicas de diálogo y, si fuera necesario, visitas metodológicas. Finalmente, se establece el procedimiento para la publicación por parte de la Comisión (Eurostat) de los datos reales de déficit público y de deuda pública de los Estados miembros.

El Reglamento entró en vigor el 30 de junio.

---

<sup>10</sup>. En esta información estadística se incluyen, entre otros, los siguientes elementos: los datos de las cuentas nacionales, los cuadros de notificación en relación con los procedimientos de déficit excesivo, y los cuestionarios adicionales y aclaraciones relativas a las notificaciones

**Sistema Europeo  
de Bancos Centrales:  
modificación del régimen  
jurídico de la contabilidad  
y de la información  
financiera**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2009/18, de 17 de julio* (DOUE del 4 de agosto), que modifica la *Orientación BCE/2006/16, de 10 de noviembre*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), con el fin de adaptar el contenido de esta última a la *Orientación BCE/2009/10, de 7 de mayo*<sup>11</sup>, que actualizó la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema<sup>12</sup>.

Asimismo, se aprovecha para introducir en los estados financieros del Eurosistema, que figuran en los anejos de la *Orientación BCE/2006/16*, lo regulado en la *Decisión BCE/2009/16, de 2 de julio* (DOUE del 4 de julio), sobre la ejecución del programa de adquisiciones de bonos garantizados<sup>13</sup>.

La *Orientación* entró en vigor el 1 de julio.

**Sistema Europeo  
de Bancos Centrales:  
modificación  
de la normativa de las  
estadísticas  
de las finanzas públicas**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2009/20, de 31 de julio* (DOUE del 1 de septiembre), sobre las estadísticas de las finanzas públicas (refundición), que, a la vez que introduce cambios en la *Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero*, sobre las exigencias y los procedimientos de intercambio de información estadística en el SEBC, en materia de estadísticas de las finanzas públicas, procede a su refundición en un solo texto normativo para mayor claridad y transparencia.

Se mantiene la obligación de los bancos centrales nacionales (BCN) de presentar todos los años al Banco Central Europeo (BCE) las estadísticas de las finanzas públicas que se especifican en los anejos de la norma. Los BCN presentarán conjuntos completos de datos dos veces al año: la primera, antes del 15 de abril; y la segunda, antes del 15 de octubre<sup>14</sup>. Tomando los datos presentados por los BCN, el BCE llevará una base de datos de las estadísticas de las finanzas públicas que incluirá los agregados de la zona del euro y de la UE, y que posteriormente facilitará a los BCN.

Cuando las fuentes de todos o de parte de los datos procedan de las autoridades nacionales competentes distintas de los BCN, estos establecerán con aquellas las formas de cooperación adecuadas para asegurar una estructura permanente de transmisión de datos que cumpla las normas y exigencias del SEBC. Asimismo, se suprimen las exenciones temporales que el BCE concedía a los BCN que no pudieran cumplir las obligaciones de información.

Para la transmisión electrónica de la información estadística, los BCN y el BCE utilizarán el sistema *EXDI* (antes era la red de telecomunicaciones *ESCB-Net*). Esta obligación no impedirá el uso de otros medios de transmisión de información estadística al BCE como solución de refuerzo acordada.

---

11. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 185 y 186. 12. La *Orientación BCE/2009/10* actualizó los criterios generales de selección de las entidades de contrapartida para dar acceso a ciertas entidades solventes (en concreto, al Banco Europeo de Inversiones) en las operaciones de política monetaria (operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Eurosistema), dada su especial naturaleza institucional en el derecho comunitario. Estas entidades, sin ser estrictamente entidades de crédito conforme a la normativa comunitaria, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes. 13. A la vista de las circunstancias extraordinarias del mercado, el 7 de mayo y el 4 de junio de 2009 el Consejo de Gobierno del BCE decidió la puesta en marcha de un programa de adquisiciones de bonos garantizados por el cual los BCN y, excepcionalmente, el BCE, en contacto directo con las entidades de contrapartida, pudieran, conforme a su cuota asignada, comprar directamente bonos garantizados admisibles hasta un importe nominal previsto de 60 mm de euros. El objetivo de estas adquisiciones era contribuir, entre otros fines, a facilitar las condiciones de financiación de entidades de crédito y empresas, y a mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada. 14. Esta última se retrasa un mes en relación con la fecha prevista anteriormente.



Finalmente, se mantiene el procedimiento de modificación simplificado, en virtud del cual el Comité Ejecutivo del BCE puede hacer modificaciones técnicas en los anejos de la norma, siempre y cuando tales modificaciones no cambien el marco conceptual subyacente ni afecten a la carga que supone la obligación de informar.

La Orientación entró en vigor el 2 de agosto.

**Planes y fondos  
de pensiones:  
modificación  
del reglamento**

Se ha promulgado el *Real Decreto 1299/2009, de 31 de julio* (BOE del 1 de agosto), que modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero<sup>15</sup>, con un doble objetivo. Por un lado, facilitar la liquidez de los planes de pensiones en el supuesto de desempleo de larga de duración y, por otro, simplificar el procedimiento para que los fondos de pensiones puedan operar como fondos abiertos<sup>16</sup>, canalizando inversiones de otros fondos de pensiones.

En cuanto a los requisitos para hacer efectivos los planes de pensiones en el supuesto de desempleo, se suprime la exigencia del plazo de 12 meses continuados en dicha situación, de modo que los partícipes ahora pueden acceder al ahorro acumulado en el plan una vez agotadas las prestaciones por desempleo contributivas o, en caso de no tener derecho a dichas prestaciones, a fin de atender sus necesidades económicas. Se da un tratamiento similar a los trabajadores autónomos que, habiendo abandonado su actividad, figuren como demandantes de empleo.

Por lo que se refiere a los fondos de pensiones abiertos, se suprime el requisito de autorización administrativa previa para operar como tales, que se sustituye por una comunicación previa preceptiva a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP). Con ello se simplifica y se agiliza el procedimiento, favoreciendo la reducción de los costes de estos trámites para las entidades y, en última instancia, para los partícipes.

Por último, se sustituye la habilitación de la DGSFP para dictar normas específicas sobre comunicaciones y procedimientos de autorización e inscripción de modificaciones de los fondos de pensiones, por la habilitación otorgada al Ministerio de Economía y Hacienda.

El Real Decreto entró en vigor el 2 de agosto.

**Seguros privados  
y mutualidades  
de previsión social:  
modificación de sus  
reglamentos**

Se ha publicado el *Real Decreto 1298/2009, de 31 de julio* (BOE del 1 de agosto), que introduce modificaciones en el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre<sup>17</sup>, y en el Reglamento de mutualidades de previsión social, aprobado por el Real Decreto 1430/2002, de 27 de diciembre.

En el primero se establece un régimen específico de información previa a los asegurados en materia de seguros de decesos. En el segundo se simplifica el régimen de comunicaciones a la DGSFP en relación con la modificación de la documentación aportada para el otorgamiento de la autorización administrativa de acceso a la actividad.

El Real Decreto entró en vigor el 2 de agosto.

15. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, p. 92.

16. El fondo de pensiones abierto se caracteriza por poder canalizar y desarrollar las inversiones de otros fondos de pensiones de su misma categoría, mientras que el cerrado está destinado exclusivamente a instrumentar las inversiones del plan o planes adscritos al mismo. 17. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero de 1999, Banco de España, pp. 90-93.

**Entidades aseguradoras:  
modelos de  
documentación  
estadístico-contable**

Se ha publicado la *Orden EHA/1928/2009, de 10 de julio* (BOE del 20), que aprueba los modelos de la documentación estadístico-contable anual, trimestral y consolidada que deben remitir las entidades aseguradoras a la DGSFP, y aprovecha para modificar la Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados. Asimismo, se deroga el marco normativo anterior, recogido en la Orden EHA/855/2006, de 7 de febrero, en la que se aprobaron los modelos de la documentación estadístico-contable anual, trimestral y consolidada, vigentes hasta la fecha.

Los nuevos modelos de información financiera surgen como consecuencia de la aprobación del plan de contabilidad de las entidades aseguradoras (PCEA), mediante el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio<sup>18</sup>, que adaptó el marco contable de las entidades aseguradoras al entorno de las Normas Internacionales de Información Financiera a partir del pasado 31 de diciembre. Las entidades que realicen actividad exclusivamente reaseguradora no están obligadas a presentar los modelos de la documentación estadístico-contable trimestral.

Se simplifica la información exigida a las entidades aseguradoras, eliminándose determinados modelos y mejorando la información relativa a las inversiones financieras.

En relación con la información sobre instrumentación de compromisos por pensiones vía contrato de seguro, se simplifica el modelo anual y se establece la obligación de presentar cada trimestre el modelo correspondiente como parte integrante de la documentación estadístico-contable trimestral. La obligación de presentar dicha información anual y trimestral abarca a todas las entidades aseguradoras, incluidas las mutualidades de previsión social, autorizadas para operar en España que aseguran compromisos por pensiones, al considerarse de interés general.

Por último, la norma establece un ámbito temporal de aplicación, de forma que las anteriores entidades están obligadas a presentar ante la DGSFP los modelos de la documentación estadístico-contable anual correspondientes al ejercicio 2008, junto con los modelos trimestrales del año 2009.

La Orden entró en vigor el 21 de julio.

6.10.2009.

---

<sup>18</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, octubre de 2008, Banco de España, pp. 146 y 147.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es/webbde/es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en el área de Estadísticas (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/caldif.html>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro	7*
	1.2	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle	8*
	1.3	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España	9*
	1.4	PIB. Deflatores implícitos. España	10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1	PIB a precios constantes. Comparación internacional	11*
	2.2	Tasas de paro. Comparación internacional	12*
	2.3	Precios de consumo. Comparación internacional	13*
	2.4	Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés	14*
	2.5	Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	15*
	2.6	Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	16*
	2.7	Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro	17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1	Indicadores de consumo privado. España y zona del euro	18*
	3.2	Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España	19*
	3.3	Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España	20*
	3.4	Índice de producción industrial. España y zona del euro	21*
	3.5	Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro	22*
	3.6	Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro	23*
	3.7	Diversas estadísticas de turismo y transporte. España	24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1	Población activa. España	25*
	4.2	Ocupados y asalariados. España y zona del euro	26*
	4.3	Empleo por ramas de actividad. España	27*
	4.4	Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	28*
	4.5	Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	29*
	4.6	Convenios colectivos. España	30*
	4.7	Encuesta trimestral de coste laboral	31*
	4.8	Costes laborales unitarios. España y zona del euro	32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
	MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)
8.2		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
8.3		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
8.4		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
8.5		Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
8.6		Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
8.7		Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
8.8		Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
8.9		Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
8.10		Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60\*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 62\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 63\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65\*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

### 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

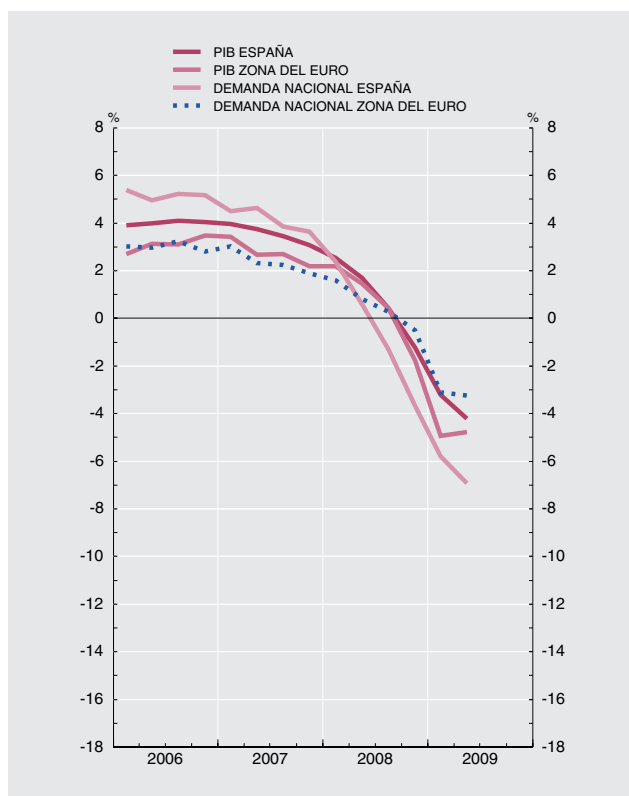
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>06</b>	P	4,0	3,1	3,8	2,1	4,6	2,0	7,2	5,8	5,2	3,0	6,7	8,5	10,2	8,5	984	8 557
<b>07</b>	P	3,6	2,7	3,6	1,6	5,5	2,2	4,6	4,9	4,2	2,4	6,6	6,1	8,0	5,2	1 053	9 002
<b>08</b>	P	0,9	0,6	-0,6	0,3	5,4	2,1	-4,4	-0,6	-0,5	0,6	-1,0	1,1	-4,9	1,0	1 089	9 263
<b>06</b>	III	4,1	3,1	3,6	1,9	4,5	1,7	7,4	5,5	5,2	3,1	6,0	7,1	9,5	7,6	249	2 152
	IV	4,0	3,5	3,9	2,4	4,7	2,5	6,9	6,9	5,2	3,5	8,3	9,5	11,4	8,0	253	2 181
<b>07</b>	I	4,0	3,4	3,7	1,6	5,4	2,2	5,5	7,3	4,5	3,4	7,8	7,1	8,8	6,2	257	2 218
	II	3,8	2,7	4,1	1,7	5,9	2,2	5,4	4,6	4,6	2,7	6,3	6,1	8,7	5,4	262	2 239
	III	3,5	2,7	3,5	1,8	5,7	2,3	4,0	4,3	3,8	2,7	8,8	7,0	9,0	6,0	265	2 264
	IV	3,1	2,2	3,3	1,2	5,1	2,0	3,7	3,2	3,6	2,2	3,8	4,1	5,5	3,4	269	2 281
<b>08</b>	I	2,5	2,2	2,1	1,5	4,6	1,5	1,3	2,9	2,4	2,2	3,9	5,6	3,1	4,3	272	2 314
	II	1,7	1,5	0,2	0,5	5,1	2,1	-1,9	1,2	0,6	1,5	2,4	4,0	-1,3	2,5	274	2 325
	III	0,4	0,4	-1,3	-0,0	5,8	2,2	-6,0	-0,9	-1,3	0,4	-2,9	1,3	-7,6	1,0	273	2 327
	IV	-1,2	-1,8	-3,3	-0,7	6,3	2,4	-10,9	-5,5	-3,7	-1,8	-7,1	-6,6	-13,5	-3,7	270	2 297
<b>09</b>	I	-3,2	-4,9	-5,0	-1,4	6,4	2,6	-15,2	-11,2	-5,8	-4,9	-17,6	-16,8	-22,9	-12,8	267	2 242
	II	-4,2	-4,8	-5,7	-0,9	5,1	2,5	-17,0	-11,4	-6,9	-4,8	-15,7	-17,7	-22,3	-14,4	262	2 238

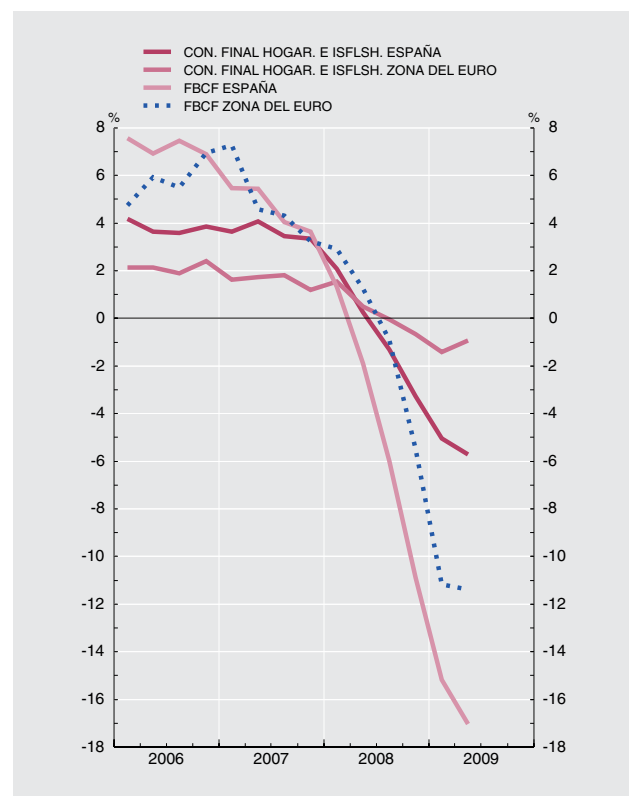
#### PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



#### COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

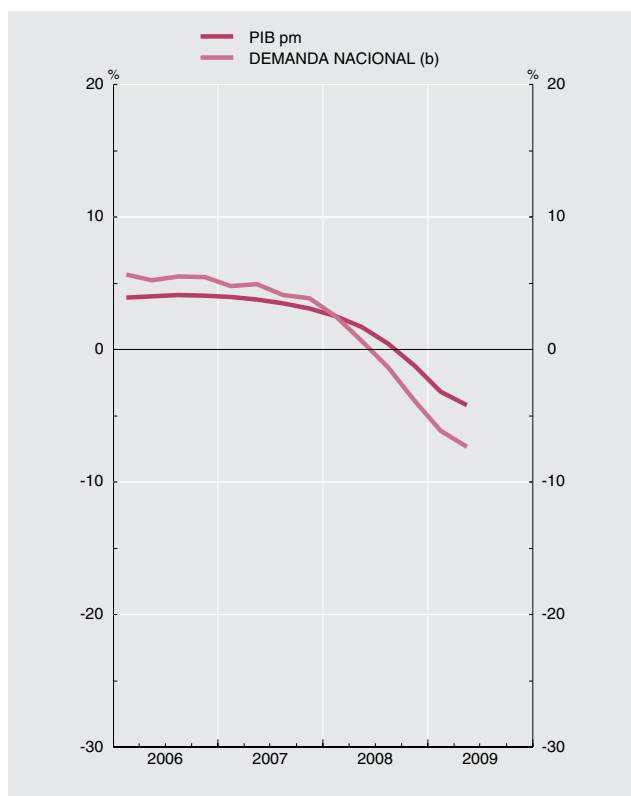
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

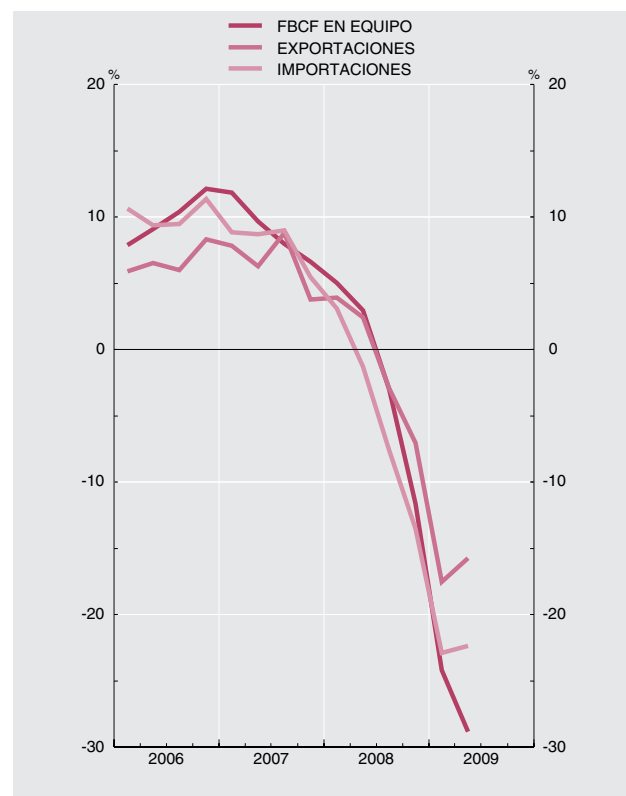
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	P	7,2	9,9	6,0	7,5	0,4	6,7	6,6	1,6	12,3	10,2	10,2	5,9	11,5	5,5	4,0
<b>07</b>	P	4,6	9,0	3,2	3,6	-0,1	6,6	7,4	-0,7	10,7	8,0	7,7	7,2	9,5	4,4	3,6
<b>08</b>	P	-4,4	-1,8	-5,5	-4,3	0,1	-1,0	-1,7	-4,3	4,8	-4,9	-5,6	-6,3	-1,3	-0,5	0,9
<b>06</b>	///	7,4	10,4	6,1	8,0	0,8	6,0	6,6	1,0	8,9	9,5	10,5	8,6	4,8	5,5	4,1
<b>06</b>	IV	6,9	12,1	5,1	5,6	0,4	8,3	7,3	0,1	21,3	11,4	10,7	7,0	15,7	5,5	4,0
<b>07</b>	I	5,5	11,8	3,7	2,6	0,0	7,8	9,0	1,0	9,9	8,8	9,0	11,4	7,7	4,8	4,0
<b>07</b>	II	5,4	9,7	4,1	4,0	-0,1	6,3	7,9	-2,7	8,4	8,7	8,7	8,0	8,7	4,9	3,8
<b>07</b>	III	4,0	8,0	2,8	2,9	-0,1	8,8	8,1	-1,2	21,9	9,0	8,0	6,6	14,6	4,1	3,5
<b>07</b>	IV	3,7	6,6	2,1	5,0	-0,1	3,8	4,7	0,2	3,4	5,5	5,2	3,1	7,3	3,9	3,1
<b>08</b>	I	1,3	5,0	-0,5	2,4	0,1	3,9	3,3	1,0	9,0	3,1	2,7	2,8	5,1	2,5	2,5
<b>08</b>	II	-1,9	2,9	-4,2	-1,2	0,2	2,4	1,5	-3,0	11,1	-1,3	-1,2	-3,2	-1,2	0,6	1,7
<b>08</b>	III	-6,0	-3,0	-7,2	-6,1	0,2	-2,9	-2,0	-4,9	-4,7	-7,6	-8,6	-11,4	-2,6	-1,4	0,4
<b>08</b>	IV	-10,9	-11,6	-10,3	-11,8	0,1	-7,1	-9,4	-10,3	4,9	-13,5	-15,1	-13,1	-6,2	-3,9	-1,2
<b>09</b>	I	-15,2	-24,2	-11,5	-14,0	0,1	-17,6	-20,9	-14,5	-7,2	-22,9	-24,9	-19,7	-14,1	-6,1	-3,2
<b>09</b>	II	-17,0	-28,9	-12,0	-15,9	-0,1	-15,7	-17,0	-9,7	-15,7	-22,3	-24,0	-12,9	-16,1	-7,3	-4,2

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.



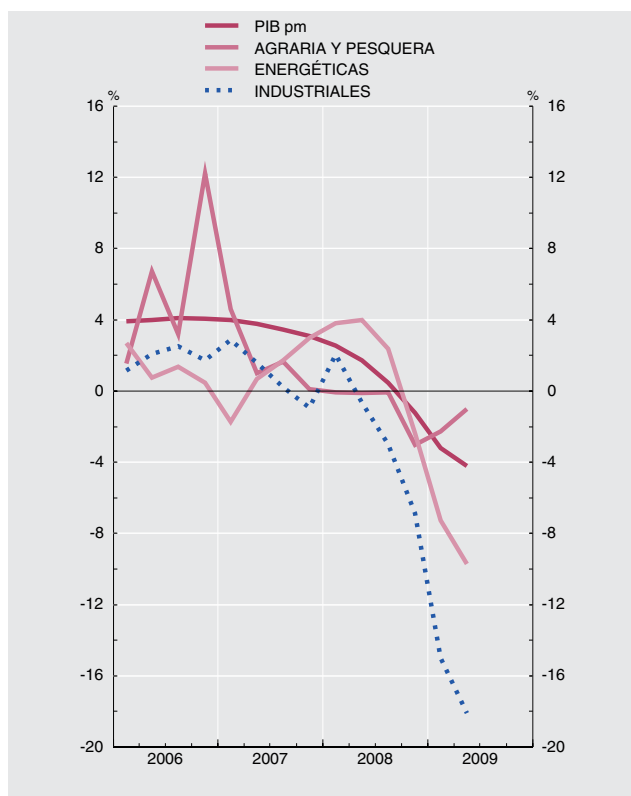
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

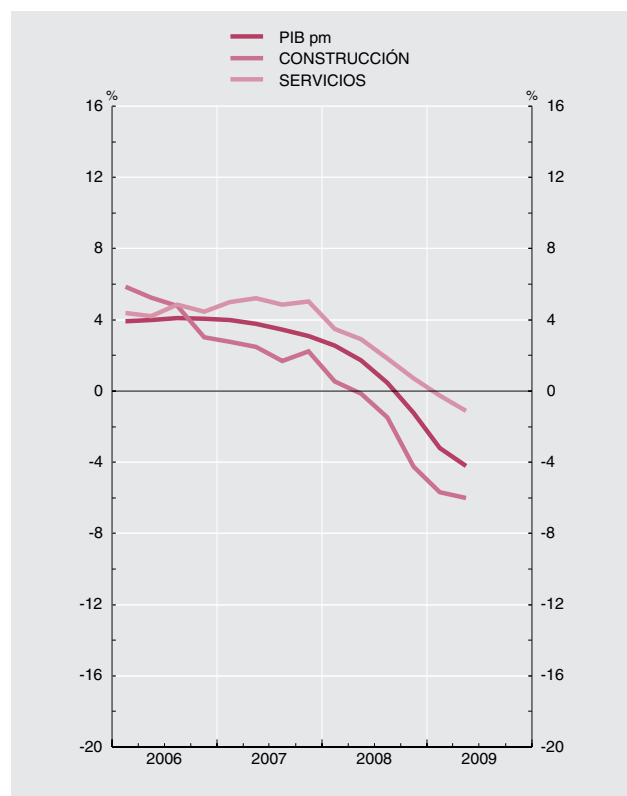
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
<b>06</b>	P	4,0	5,8	1,3	1,9	4,7	4,5	4,6	4,0	4,2	6,9	2,8
<b>07</b>	P	3,6	1,8	0,9	0,9	2,3	5,0	5,1	4,8	2,8	3,3	-1,6
<b>08</b>	P	0,9	-0,8	1,9	-2,1	-1,3	2,2	1,6	4,4	-1,4	-1,0	-0,5
<b>06</b>	III	4,1	3,2	1,4	2,5	4,8	4,8	5,2	3,6	3,7	6,3	-0,2
	IV	4,0	12,2	0,5	1,7	3,0	4,5	4,5	4,3	3,8	5,5	5,2
<b>07</b>	I	4,0	4,6	-1,7	2,9	2,8	5,0	5,1	4,6	3,5	2,2	-0,2
	II	3,8	1,0	0,7	1,6	2,5	5,2	5,3	4,7	2,9	2,7	-1,4
	III	3,5	1,6	1,7	0,2	1,7	4,9	4,9	4,7	2,9	4,3	1,4
	IV	3,1	0,1	3,0	-1,0	2,2	5,0	5,0	5,1	1,9	3,9	-6,0
<b>08</b>	I	2,5	-0,1	3,8	2,1	0,5	3,5	3,2	4,5	0,5	4,6	-0,6
	II	1,7	-0,1	4,0	-0,7	-0,2	2,9	2,3	5,1	-0,4	1,6	-0,5
	III	0,4	-0,1	2,4	-3,0	-1,5	1,8	1,2	4,3	-2,0	-3,9	-1,4
	IV	-1,2	-3,0	-2,4	-6,9	-4,3	0,7	-0,1	3,6	-3,5	-6,2	0,4
<b>09</b>	I	-3,2	-2,3	-7,3	-15,0	-5,7	-0,2	-1,0	2,6	-4,0	-9,4	2,1
	II	-4,2	-1,0	-9,7	-18,1	-6,0	-1,1	-2,3	3,2	-5,1	-10,1	2,7

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

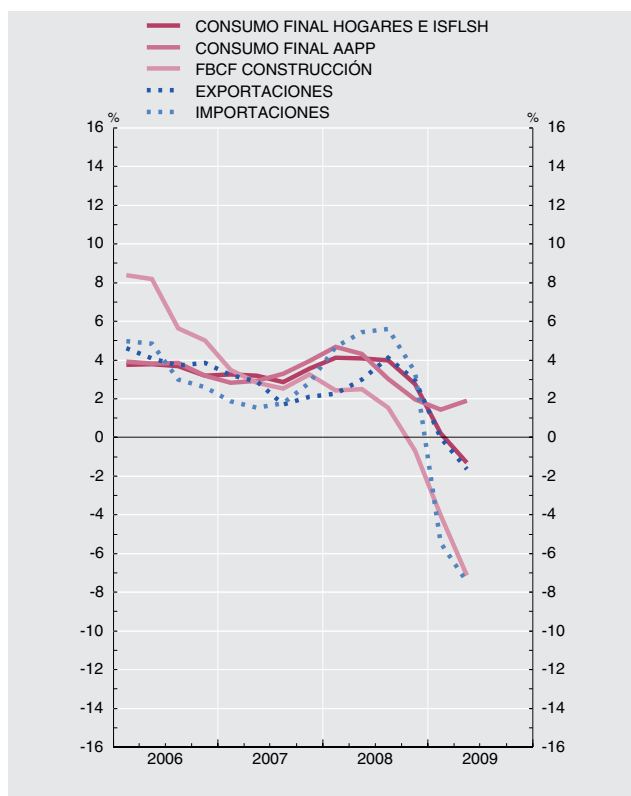
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

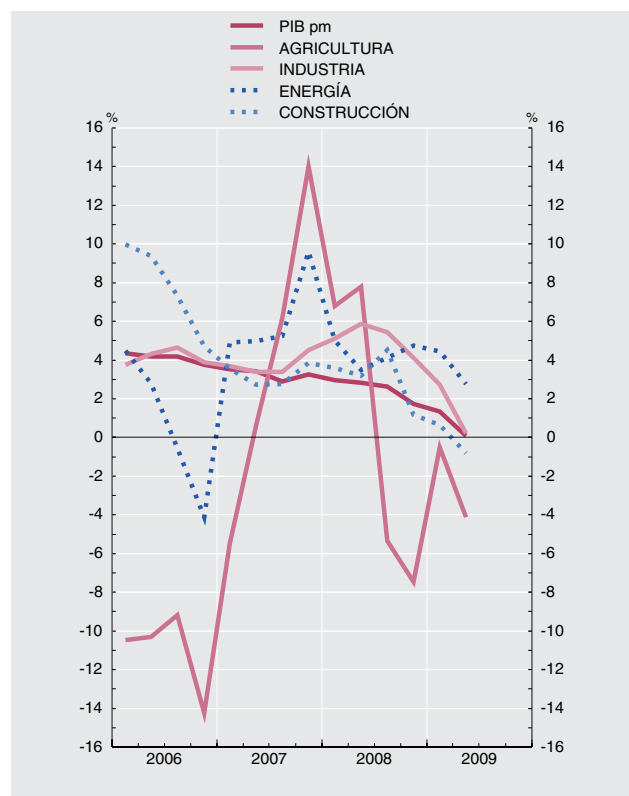
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>06</b>	P	3,6	3,7	2,0	6,7	4,7	4,1	3,8	4,1	-11,1	0,6	4,1	7,7	3,5	3,4
<b>07</b>	P	3,2	3,3	1,6	3,0	3,0	2,5	2,0	3,3	3,7	6,2	3,7	3,2	3,6	3,5
<b>08</b>	P	3,7	3,5	1,8	1,4	1,4	3,0	4,7	2,5	0,1	4,3	5,1	3,1	4,7	4,9
<b>06 III</b>	P	3,6	3,8	2,1	5,6	5,0	3,7	3,0	4,2	-9,2	-0,5	4,7	7,3	3,5	3,5
<b>06 IV</b>	P	3,2	3,2	1,5	5,0	4,0	3,8	2,6	3,8	-14,2	-4,1	3,9	4,7	3,3	3,3
<b>07 I</b>	P	3,3	2,8	1,2	3,5	3,6	3,2	1,9	3,5	-5,5	4,9	3,7	3,5	3,5	3,5
<b>07 II</b>	P	3,2	2,9	1,4	2,8	3,1	2,9	1,5	3,4	0,6	5,0	3,4	2,7	3,3	3,2
<b>07 III</b>	P	2,9	3,3	1,9	2,5	2,8	1,7	1,8	2,9	6,2	5,2	3,4	2,8	3,4	3,2
<b>07 IV</b>	P	3,6	3,9	1,9	3,3	2,6	2,1	2,8	3,3	14,0	9,6	4,5	3,8	4,1	4,0
<b>08 I</b>	P	4,1	4,7	2,5	2,4	1,3	2,3	4,7	3,0	6,8	5,0	5,1	3,6	4,6	4,7
<b>08 II</b>	P	4,1	4,3	2,0	2,5	1,7	3,0	5,4	2,8	7,8	3,5	5,9	3,2	4,8	5,0
<b>08 III</b>	P	4,0	3,0	1,6	1,5	1,8	4,1	5,6	2,6	-5,4	4,1	5,4	4,5	4,9	5,2
<b>08 IV</b>	P	2,8	2,0	1,1	-0,7	0,9	2,9	3,4	1,7	-7,5	4,7	4,1	1,2	4,5	4,7
<b>09 I</b>	P	0,3	1,4	0,2	-4,0	0,1	-0,0	-5,4	1,3	-0,5	4,4	2,7	0,6	3,9	4,3
<b>09 II</b>	P	-1,3	1,9	-1,3	-7,1	-2,3	-1,6	-7,5	0,1	-4,1	2,8	0,2	-0,8	3,3	3,4

#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

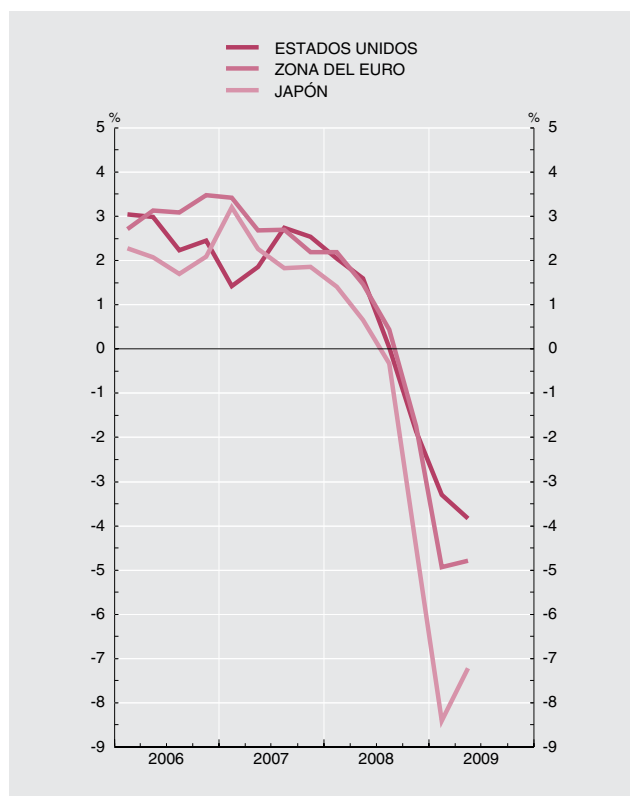
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

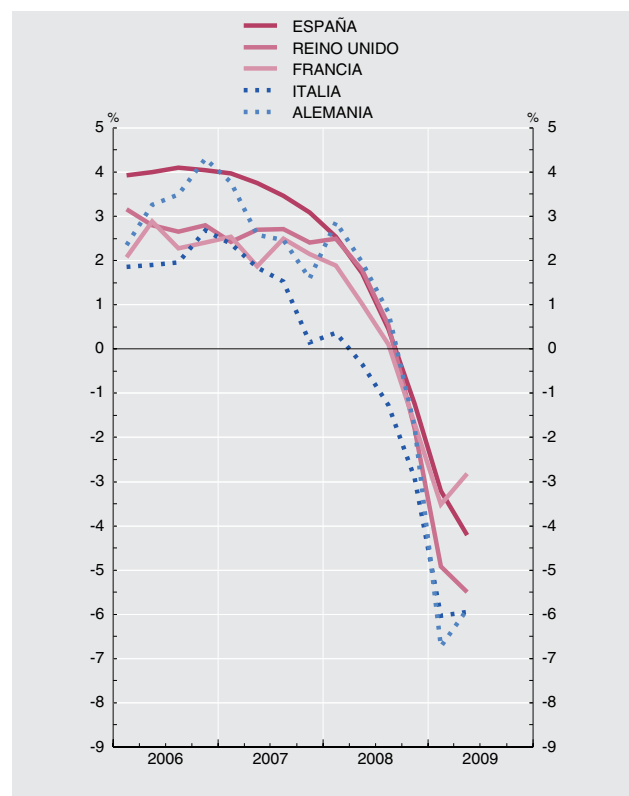
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>06</b>	3,1	3,3	3,1	3,4	4,0	2,7	2,4	2,1	2,0	2,9
<b>07</b>	2,7	2,9	2,7	2,6	3,6	2,1	2,3	1,5	2,3	2,6
<b>08</b>	0,6	0,7	0,6	1,0	0,9	0,4	0,3	-1,0	-0,7	0,7
<b>06 II</b>	3,3	3,3	3,1	3,3	4,0	3,0	2,9	1,9	2,1	2,8
<b>III</b>	2,9	3,2	3,1	3,5	4,1	2,2	2,3	2,0	1,7	2,7
<b>IV</b>	3,0	3,5	3,5	4,3	4,0	2,4	2,4	2,7	2,1	2,8
<b>07 I</b>	2,8	3,4	3,4	3,8	4,0	1,4	2,5	2,4	3,2	2,4
<b>II</b>	2,6	2,8	2,7	2,6	3,8	1,9	1,9	1,8	2,3	2,7
<b>III</b>	2,8	2,8	2,7	2,5	3,5	2,7	2,5	1,5	1,8	2,7
<b>IV</b>	2,7	2,4	2,2	1,6	3,1	2,5	2,1	0,1	1,9	2,4
<b>08 I</b>	2,4	2,4	2,2	2,9	2,5	2,0	1,9	0,4	1,4	2,5
<b>II</b>	1,7	1,7	1,5	2,0	1,7	1,6	1,0	-0,3	0,7	1,8
<b>III</b>	0,5	0,6	0,4	0,8	0,4	0,0	0,1	-1,3	-0,3	0,5
<b>IV</b>	-2,1	-1,7	-1,8	-1,8	-1,2	-1,9	-1,7	-2,9	-4,5	-1,8
<b>09 I</b>	-4,7	-4,8	-4,9	-6,7	-3,2	-3,3	-3,5	-6,0	-8,4	-4,9
<b>II</b>	...	-4,9	-4,8	-5,9	-4,2	-3,8	-2,8	-6,0	-7,2	-5,5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

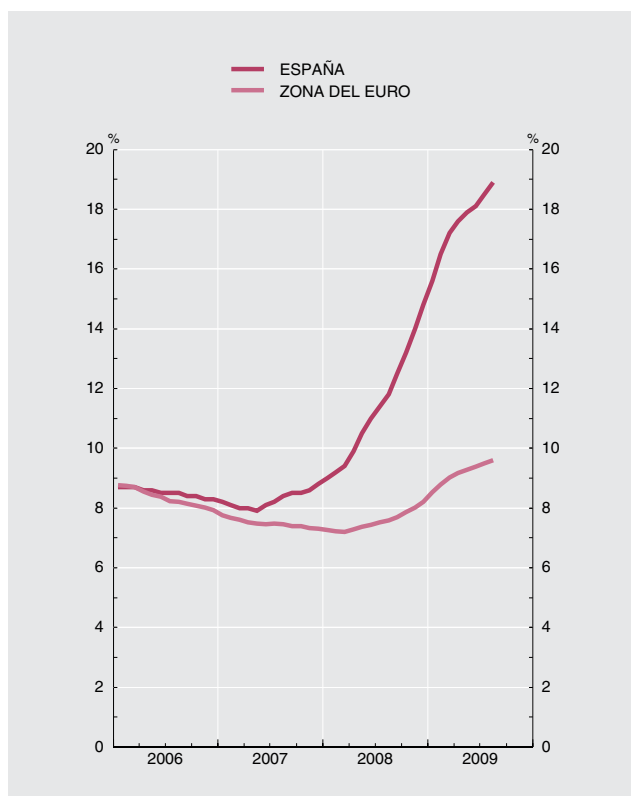
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

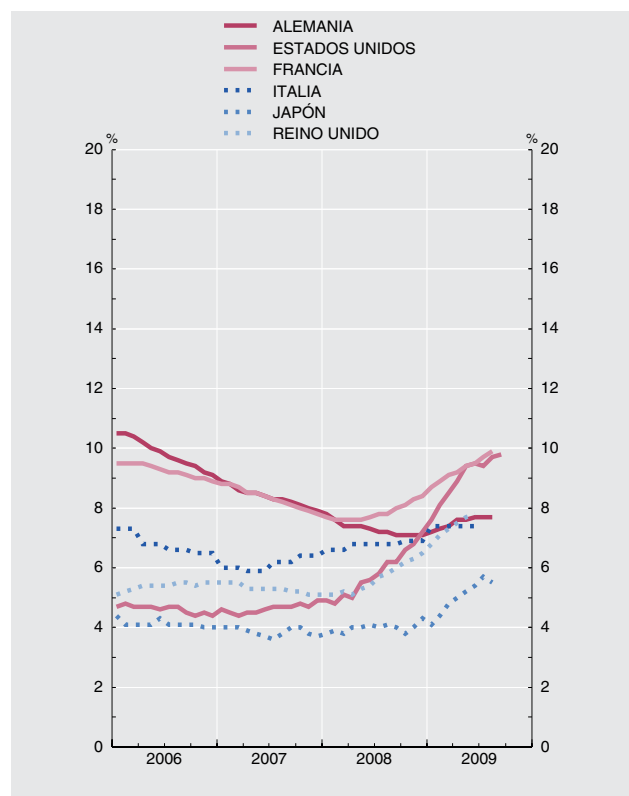
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>06</b>	6,2	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,3	6,8	4,1	5,4
<b>07</b>	5,7	7,1	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,9	5,3
<b>08</b>	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,9	6,8	4,0	5,6
<b>08 Mar</b>	5,7	6,7	7,2	7,4	9,4	5,1	7,6	6,6	3,8	5,2
<b>08 Abr</b>	5,7	6,7	7,3	7,4	9,9	5,0	7,6	6,8	4,0	5,1
<b>08 May</b>	5,9	6,8	7,4	7,4	10,5	5,5	7,6	6,8	4,0	5,3
<b>08 Jun</b>	6,0	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,4
<b>08 Jul</b>	6,1	7,0	7,5	7,2	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,7
<b>08 Ago</b>	6,3	7,0	7,6	7,2	11,8	6,2	7,8	6,8	4,1	5,8
<b>08 Sep</b>	6,3	7,1	7,7	7,1	12,5	6,2	8,0	6,8	4,0	6,0
<b>08 Oct</b>	6,5	7,3	7,9	7,1	13,2	6,6	8,1	6,9	3,8	6,2
<b>08 Nov</b>	6,7	7,4	8,0	7,1	14,0	6,8	8,3	6,9	4,0	6,3
<b>08 Dic</b>	6,9	7,6	8,2	7,1	14,8	7,2	8,4	6,9	4,3	6,5
<b>09 Ene</b>	7,2	8,0	8,5	7,2	15,6	7,6	8,7	7,4	4,1	6,8
<b>09 Feb</b>	7,6	8,2	8,8	7,3	16,5	8,1	8,9	7,4	4,4	7,1
<b>09 Mar</b>	7,9	8,5	9,0	7,4	17,2	8,5	9,1	7,4	4,8	7,3
<b>09 Abr</b>	8,1	8,7	9,2	7,6	17,6	8,9	9,2	7,4	5,0	7,5
<b>09 May</b>	8,4	8,8	9,3	7,6	17,9	9,4	9,4	7,4	5,2	7,7
<b>09 Jun</b>	8,5	8,9	9,4	7,7	18,1	9,5	9,5	7,4	5,4	7,8
<b>09 Jul</b>	8,5	9,0	9,5	7,7	18,5	9,4	9,7	...	5,7	...
<b>09 Ago</b>	8,6	9,1	9,6	7,7	18,9	9,7	9,9	...	5,5	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	2,6	2,3	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>06</b>	2,6	2,3	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>07</b>	2,5	2,4	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
<b>08</b>	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
<b>08</b>										
<i>Abr</i>	3,5	3,6	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0
<i>May</i>	3,9	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
<i>Jun</i>	4,5	4,2	4,0	3,4	5,1	5,0	4,0	4,0	2,0	3,8
<i>Jul</i>	4,9	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4
<i>Ago</i>	4,6	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8
<i>Sep</i>	4,4	4,2	3,6	3,0	4,6	4,9	3,4	3,9	2,1	5,2
<i>Oct</i>	3,8	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5
<i>Nov</i>	2,2	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
<i>Dic</i>	1,6	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
<b>09</b>										
<i>Ene</i>	1,2	1,7	1,1	0,9	0,8	-	0,8	1,4	-	3,0
<i>Feb</i>	1,3	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3	1,0	1,5	-0,1	3,1
<i>Mar</i>	0,8	1,4	0,6	0,4	-0,1	-0,4	0,4	1,1	-0,3	2,9
<i>Abr</i>	0,6	1,3	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,1	1,2	-0,1	2,3
<i>May</i>	0,1	0,8	0,0	-	-0,9	-1,3	-0,3	0,8	-1,1	2,2
<i>Jun</i>	-0,2	0,6	-0,1	-	-1,0	-1,4	-0,6	0,6	-1,8	1,8
<i>Jul</i>	-0,6	0,2	-0,7	-0,7	-1,4	-2,0	-0,8	-0,1	-2,2	1,7
<i>Ago</i>	-0,3	0,6	-0,2	-0,1	-0,8	-1,5	-0,2	0,1	-2,2	1,5
<i>Sep</i>	...	0,3	-0,3	-0,5	-1,0	...	-0,4	0,4	...	1,1

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

**2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS**

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,7	93,6	105,0	94,8	76,5	103,3	97,5	74,4
<b>07</b>	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,2	93,9	69,1
<b>08</b>	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,3	91,8	75,7
<b>08 E-S</b>	1,5222	160,99	105,82	114,4	76,0	94,7	114,9	85,5	73,9	111,9	90,1	71,5
<b>09 E-S</b>	1,3656	129,50	94,85	113,1	82,4	113,2	113,1	93,0	88,0	108,1	96,1	87,4
<b>08 Jul</b>	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,7	85,0	71,6	112,8	90,5	69,0
<i>Ago</i>	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,5	92,9	70,3
<i>Sep</i>	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,3	75,5	108,4	95,1	73,3
<i>Oct</i>	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,2	93,5	84,4	104,7	97,8	82,3
<i>Nov</i>	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,5	94,9	89,6	103,8	98,4	88,6
<i>Dic</i>	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,9	92,0	93,9	108,7	94,7	93,9
<b>09 Ene</b>	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	93,1	94,9	107,5	96,1	93,6
<i>Feb</i>	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,7	95,5	93,3	105,7	98,0	92,8
<i>Mar</i>	1,3050	127,65	97,84	113,3	87,1	112,9	113,4	96,5	87,7	108,2	98,6	87,5
<i>Abr</i>	1,3190	130,25	98,74	112,5	85,8	110,8	112,8	95,2	85,9	107,3	97,8	85,5
<i>May</i>	1,3650	131,85	96,61	113,0	82,3	110,8	113,3	91,3	85,6	107,8	95,1	84,9
<i>Jun</i>	1,4016	135,39	96,60	114,0	80,5	109,1	114,3	89,9	83,7	108,8	94,3	82,6
<i>Jul</i>	1,4088	133,09	94,47	113,8	79,9	111,4	113,8	89,5	85,4	109,3	92,9	84,9
<i>Ago</i>	1,4268	135,31	94,84	113,9	78,6	109,9	113,7	...	...	109,7	...	...
<i>Sep</i>	1,4562	133,14	91,44	115,2	77,3	113,1	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

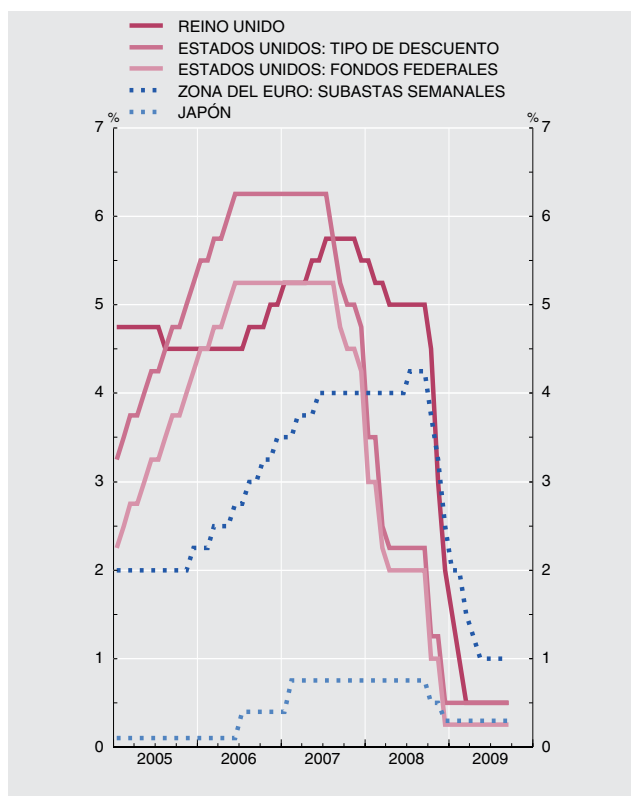
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

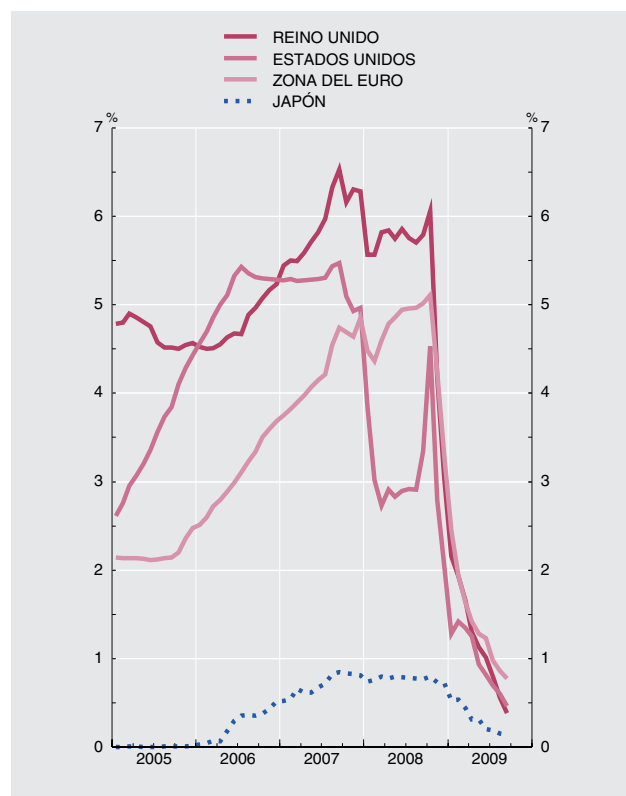
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>07</b>	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
<b>08</b>	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
<b>08 Abr</b>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
<i>May</i>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
<i>Jun</i>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
<i>Jul</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
<i>Ago</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
<i>Sep</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
<i>Oct</i>	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
<i>Nov</i>	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
<i>Dic</i>	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04
<b>09 Ene</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
<i>Feb</i>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
<i>Mar</i>	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
<i>Abr</i>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<i>May</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<i>Jun</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
<i>Jul</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<i>Ago</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<i>Sep</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

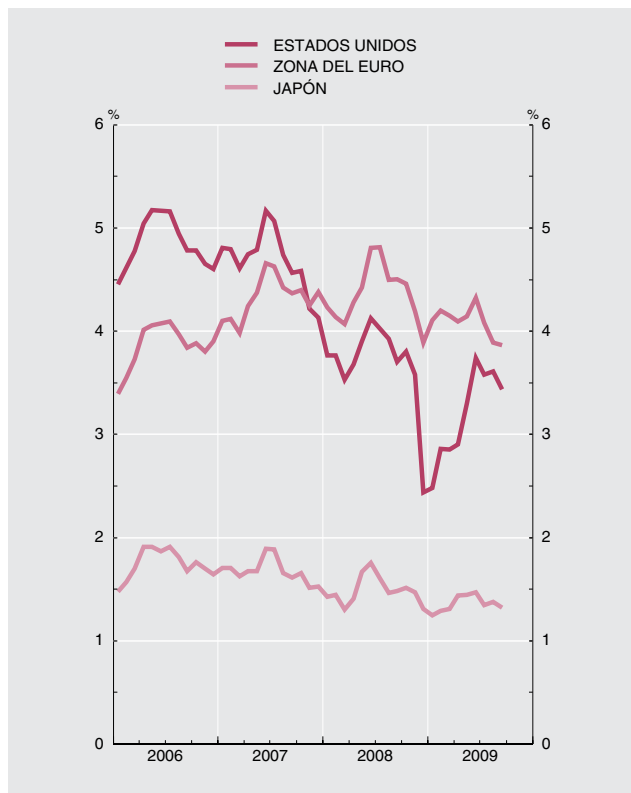
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

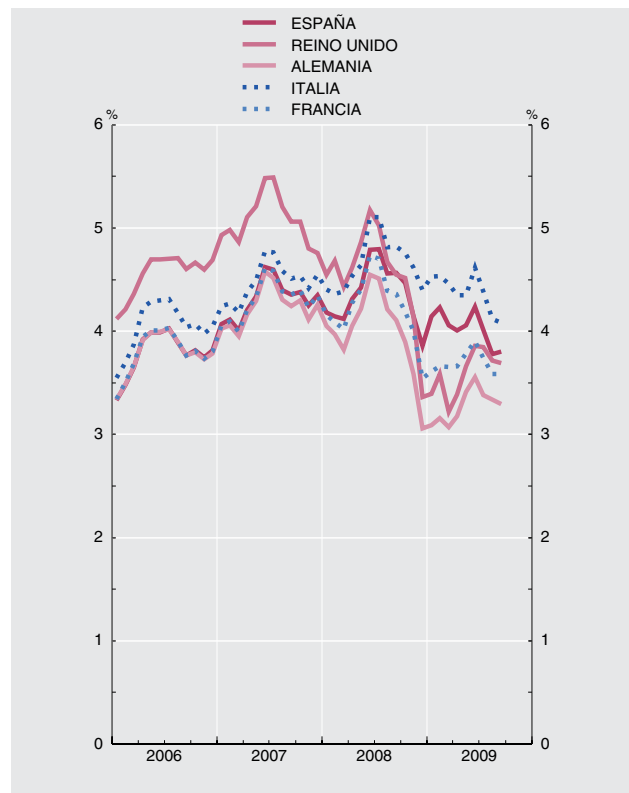
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>08</b>										
<i>Abr</i>	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
<i>May</i>	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
<i>Jun</i>	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
<i>Jul</i>	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
<i>Ago</i>	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
<i>Sep</i>	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
<i>Oct</i>	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
<i>Nov</i>	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
<i>Dic</i>	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
<b>09</b>										
<i>Ene</i>	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
<i>Feb</i>	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59
<i>Mar</i>	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22
<i>Abr</i>	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
<i>May</i>	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66
<i>Jun</i>	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86
<i>Jul</i>	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85
<i>Ago</i>	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72
<i>Sep</i>	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.



## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
08 E-S	151,2	248,7	250,0	247,0	192,9	276,7	392,4	111,4	321,7	897,5	18,96
09 E-S	118,5	175,2	195,4	149,1	126,1	161,6	...	57,3	333,3	929,8	21,91
08 Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	191,4	52,7	272,7	760,9	19,20
Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	147,1	40,5	292,5	816,1	19,54
09 Ene	113,0	161,1	190,0	123,8	114,9	128,0	155,5	42,9	307,8	858,7	20,85
Feb	112,6	156,2	184,8	119,2	111,2	123,2	147,9	43,3	338,1	943,2	23,72
Mar	111,3	156,8	182,7	123,3	108,2	131,5	166,3	46,8	331,3	924,3	22,78
Abr	117,4	167,3	189,9	138,0	120,0	147,8	178,1	50,2	319,1	890,2	21,70
May	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	205,8	57,5	332,9	928,6	21,87
Jun	122,9	186,7	210,4	155,9	128,4	170,9	244,8	68,8	339,0	945,7	21,71
Jul	119,3	181,8	196,6	162,6	132,5	179,0	229,0	64,7	334,9	934,2	21,33
Ago	126,4	194,7	202,0	185,1	144,0	207,6	253,7	73,0	340,3	949,4	21,41
Sep	121,2	190,7	195,0	185,0	145,8	206,5	...	67,7	357,3	996,6	22,01

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

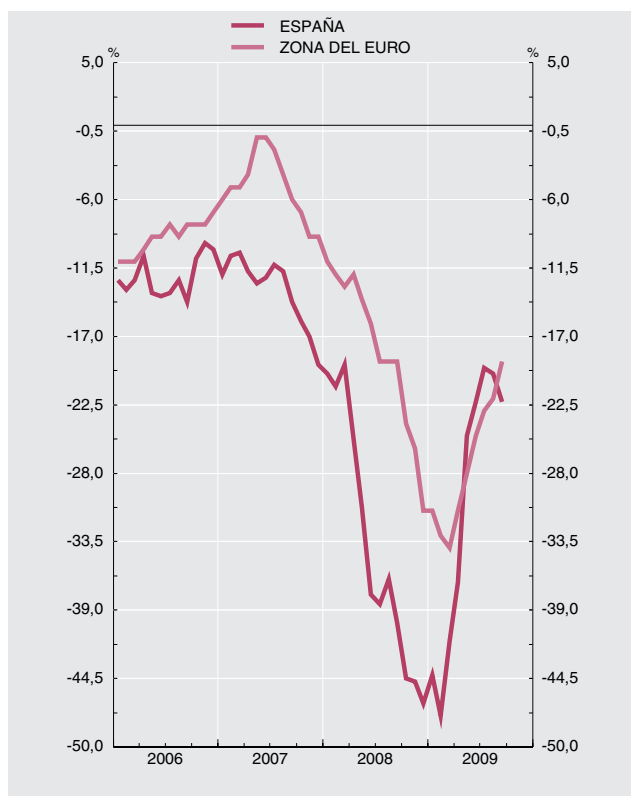
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

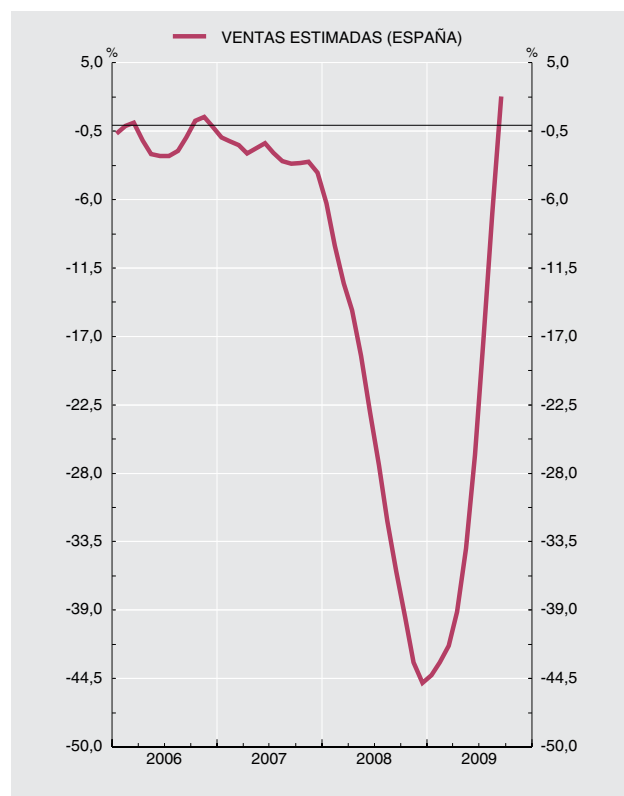
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado				Matriculaciones	Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocales
				1					2	3	4								
<b>06</b>		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,6	1,6	1,8	0,9	...	...	1,2	-0,8	2,4
<b>07</b>		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	3,2	2,5	1,3	1,9	6,4	3,4	0,7	1,7
<b>08</b>	P	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-8,1	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,8
<b>08 E-S</b>	P	-30	-29	-18	-26	-15	-4	-21,9	-25,1	-22,0	-4,5	-4,3	-5,4	-1,7	-4,7	1,3	-7,7	-8,1	-0,5
<b>09 E-S</b>	P	-31	-30	-16	-25	-27	-17	-28,8	-21,8	-28,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>08 Oct</b>	P	-45	-44	-30	-30	-24	-13	-38,9	-38,5	-40,0	-14,4	-6,9	-7,4	-2,9	-6,9	-0,2	-11,7	-9,7	-2,0
<b>Nov</b>	P	-45	-42	-26	-26	-26	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,3	-10,0	-10,2	-5,4	-8,1	-3,0	-16,0	-12,1	-2,0
<b>Dic</b>	P	-47	-44	-26	-34	-31	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-23,2	-7,5	-6,4	-3,8	-9,3	-0,1	-10,2	-6,6	-1,3
<b>09 Ene</b>	P	-44	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,5	-6,3	-5,0	-2,1	0,4	2,7	-10,4	-9,0	-1,8
<b>Feb</b>	P	-48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-12,7	-11,7	-10,8	-8,9	-11,8	-7,2	-12,5	-10,9	-3,7
<b>Mar</b>	P	-42	-47	-22	-27	-34	-17	-39,0	-30,3	-38,7	-5,8	-7,6	-6,1	-6,0	-10,7	-3,6	-6,3	-4,5	-2,2
<b>Abr</b>	P	-37	-42	-18	-29	-31	-20	-46,0	-42,5	-45,6	-3,7	-8,6	-6,8	-3,1	-5,1	-0,2	-10,0	-8,7	-1,2
<b>May</b>	P	-25	-23	-12	-22	-28	-14	-38,8	-33,0	-38,7	5,7	-8,2	-6,6	-6,4	-7,7	-2,6	-8,0	-6,3	-2,4
<b>Jun</b>	P	-22	-23	-10	-22	-25	-17	-15,7	-7,9	-15,9	10,0	-2,6	-0,8	-1,2	1,4	4,8	-1,7	-4,2	-1,6
<b>Jul</b>	P	-20	-16	-8	-22	-23	-13	-10,7	-1,3	-10,9	6,9	-4,3	-2,5	-2,9	-3,1	2,2	-5,1	-4,2	-1,3
<b>Ago</b>	P	-20	-15	-8	-23	-22	-14	-0,6	1,7	-0,0	5,9	-4,0	-3,0	-4,5	-4,4	-0,4	-4,9	-6,3	-2,4
<b>Sep</b>	P	-22	-16	-8	-22	-19	-15	17,7	20,6	18,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

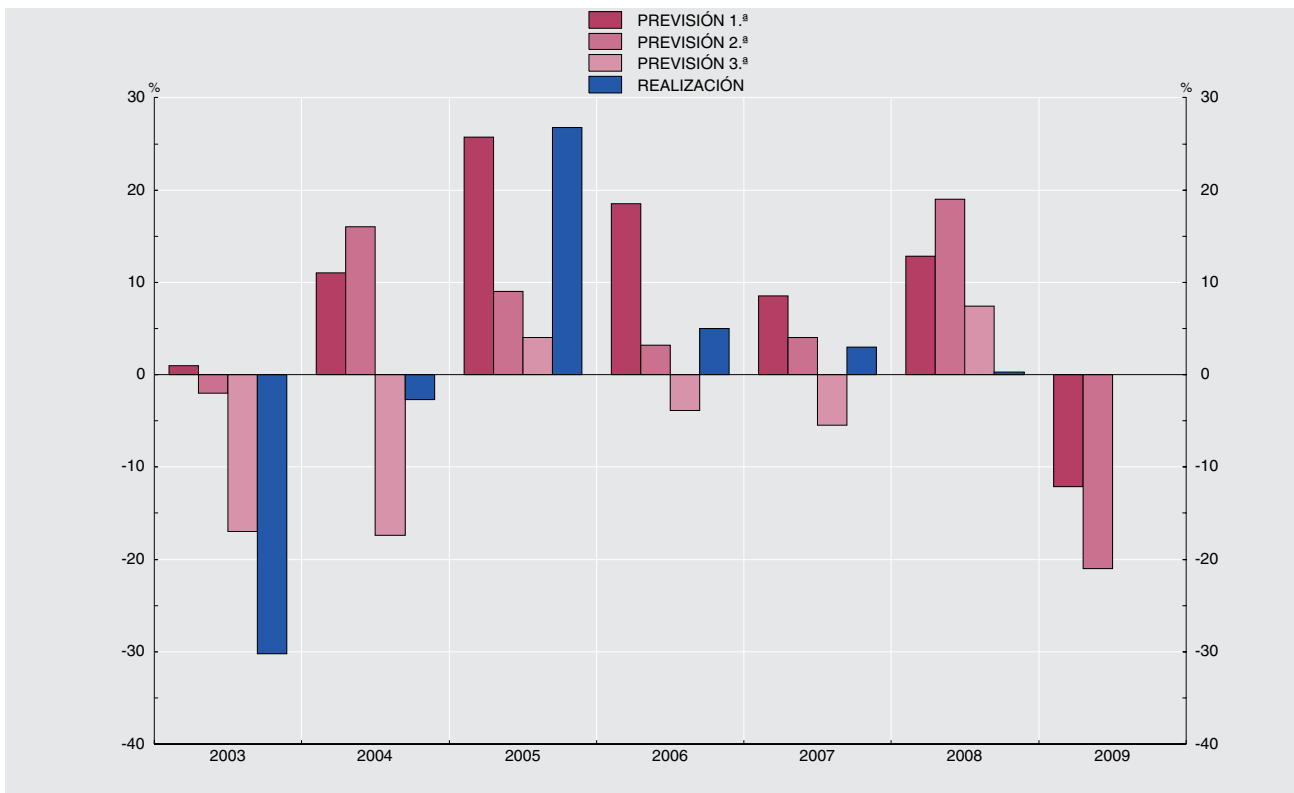
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4	
	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	
03					
04		-30	1	-2	-17
05		-3	11	16	-17
06		27	26	9	4
07		5	19	3	-4
08		3	9	4	-6
09		0	13	19	7
		...	-12	-21	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

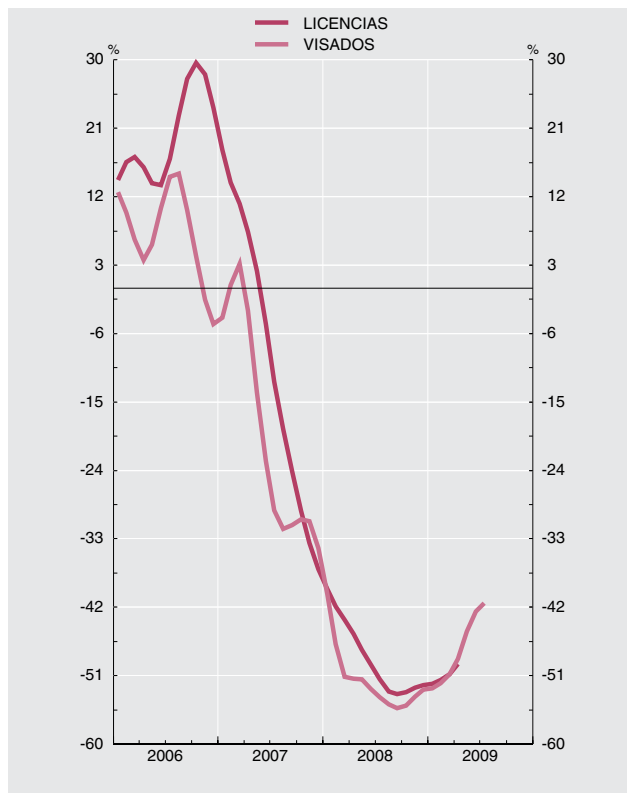
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

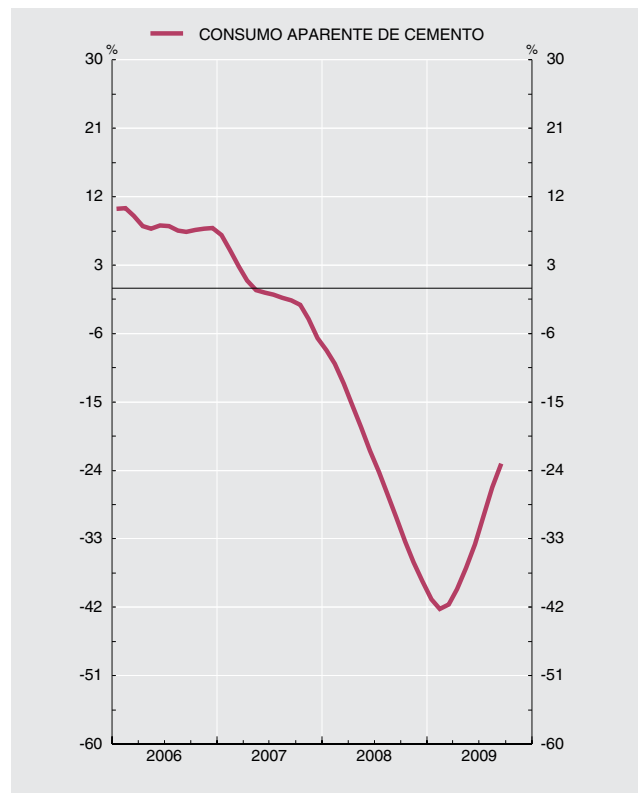
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
<b>07</b>	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
<b>08</b>	P -48,5	P -53,1	P -53,8	P -29,8	P -52,1	P -56,6	3,0	3,0	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8
<b>08 E-S</b>	P -47,6	P -52,4	P -53,1	P -26,8	P -51,7	P -56,1	0,0	0,0	-8,4	2,0	2,7	-10,9	3,6	-19,3
<b>09 E-S</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-36,8
<b>08 Jun</b>	-45,5	-51,8	-51,0	-12,5	-52,3	-59,2	-66,9	-2,3	-58,8	43,8	-47,3	-69,7	-70,3	-33,1
<b>Jul</b>	-49,4	-55,6	-56,2	-20,5	-52,0	-54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
<b>Ago</b>	P -62,3	P -69,6	P -69,7	P -27,0	P -60,3	P -64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
<b>Sep</b>	P -49,4	P -50,3	P -50,0	P -47,4	P -50,7	P -57,5	41,3	0,0	17,5	30,7	230,2	13,9	50,9	-24,6
<b>Oct</b>	P -53,5	P -59,2	P -59,9	P -28,2	P -56,8	P -62,1	-12,4	-1,2	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,1
<b>Nov</b>	P -58,0	P -61,7	P -62,7	P -44,9	P -57,9	P -63,6	29,5	1,0	45,7	227,9	377,2	4,7	22,8	-41,1
<b>Dic</b>	P -41,3	P -41,8	P -42,4	P -40,4	P -44,5	P -46,3	22,0	3,0	-14,8	-18,2	-44,3	-13,8	33,8	-39,6
<b>09 Ene</b>	P -61,6	P -63,1	P -63,4	P -56,9	P -55,9	P -63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,1	-55,4
<b>Feb</b>	P -44,7	P -54,1	P -52,3	P -16,4	P -56,2	P -65,3	57,3	13,7	87,1	28,1	30,0	100,8	47,4	-46,9
<b>Mar</b>	P -56,7	P -63,1	P -62,0	P -35,4	P -42,0	P -57,4	-27,0	-5,3	49,4	7,5	8,5	59,7	-40,4	-35,3
<b>Abr</b>	P -45,8	P -48,5	P -46,8	P -37,3	P -59,1	P -66,8	-49,1	-17,5	-55,8	-39,2	-21,7	-60,2	-45,4	-45,2
<b>May</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -37,4	P -55,6	46,3	-13,0	148,9	139,5	-6,0	152,6	25,3	-39,1
<b>Jun</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -41,4	P -57,5	92,3	-6,4	87,1	-14,0	49,0	138,0	95,4	-20,6
<b>Jul</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -40,1	P -50,4	3,2	-5,0	55,7	366,0	263,5	14,8	-11,1	-32,3
<b>Ago</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-21,2
<b>Sep</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-23,7

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

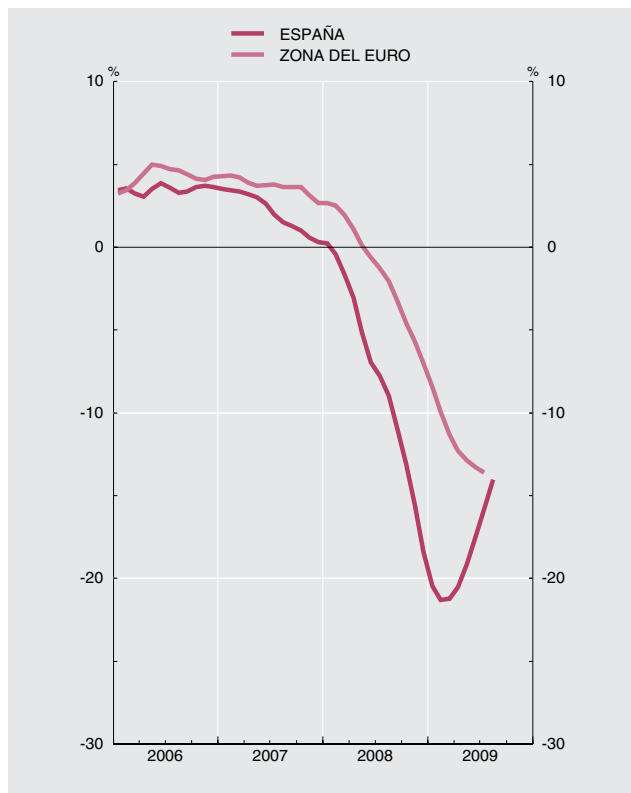
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

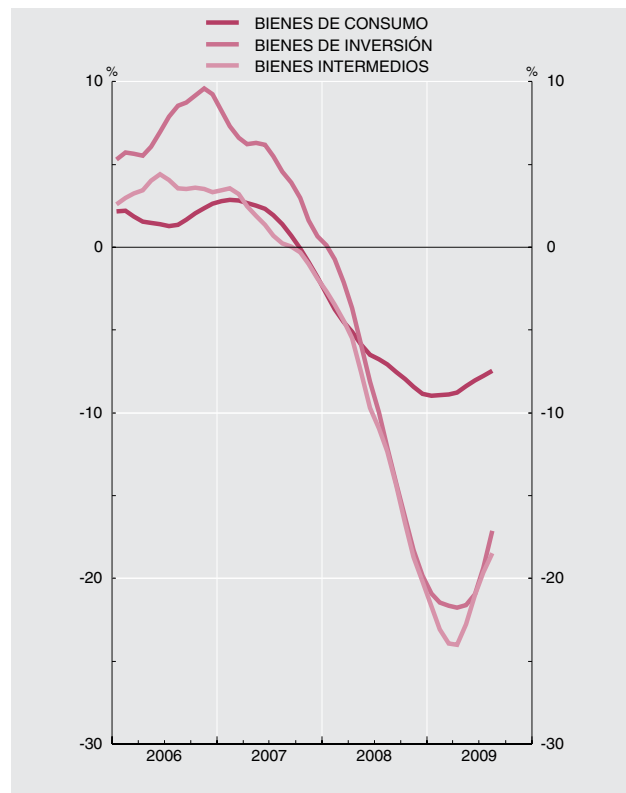
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	MP	103,7	3,7	2,1	7,7	3,6	0,9	2,9	4,0	0,6	4,2	4,4	2,9	6,0	4,9
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,7	3,7
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-2,0	-2,0	-0,2	-3,4
08 E-A	MP	101,4	-4,2	-3,3	-4,8	-7,1	3,1	-10,2	-4,9	3,3	1,2	1,0	-0,9	3,4	0,5
09 E-A	MP	81,2	-20,0	-11,5	-27,0	-26,6	-8,7	-28,2	-21,1	-8,0	-17,9	...	-6,3	-23,9	-23,5
08 May	P	105,4	-8,4	-8,7	-9,6	-9,9	-0,9	-20,1	-9,0	0,2	-0,7	-0,7	-3,2	1,9	-1,4
Jun	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,5	-0,3	-0,9	1,0	-1,2
Jul	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-1,0	-1,0	-1,5	-0,5	-1,2
Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,9	-0,9	-2,8	0,5	-0,7
Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,4	-2,5	-2,3	-1,4	-4,3
Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,9	-5,9	-4,5	-5,7	-7,5
Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,0	-9,2	-4,9	-8,8	-12,7
Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,4	-13,2	-4,7	-11,6	-21,4
09 Ene	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,6	-19,0	-6,2	-22,8	-24,0
Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,2	-21,2	-8,4	-25,6	-25,7
Mar	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-19,4	-20,4	-7,6	-23,3	-26,1
Abr	P	79,8	-28,4	-20,8	-33,6	-36,4	-11,2	-38,3	-29,5	-13,2	-21,3	-22,0	-7,5	-27,4	-27,0
May	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-17,6	-18,7	-5,3	-23,1	-23,1
Jun	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,7	-17,9	-5,3	-22,4	-22,1
Jul	P	91,4	-17,3	-11,0	-25,7	-20,7	-6,8	-28,6	-18,3	-5,1	-15,9	-17,0	-4,1	-23,7	-19,9
Ago	P	61,5	-11,0	-6,6	-10,9	-17,4	-6,1	-17,4	-12,0	-3,4	-15,4	-16,6	-6,0	-22,3	-19,5

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

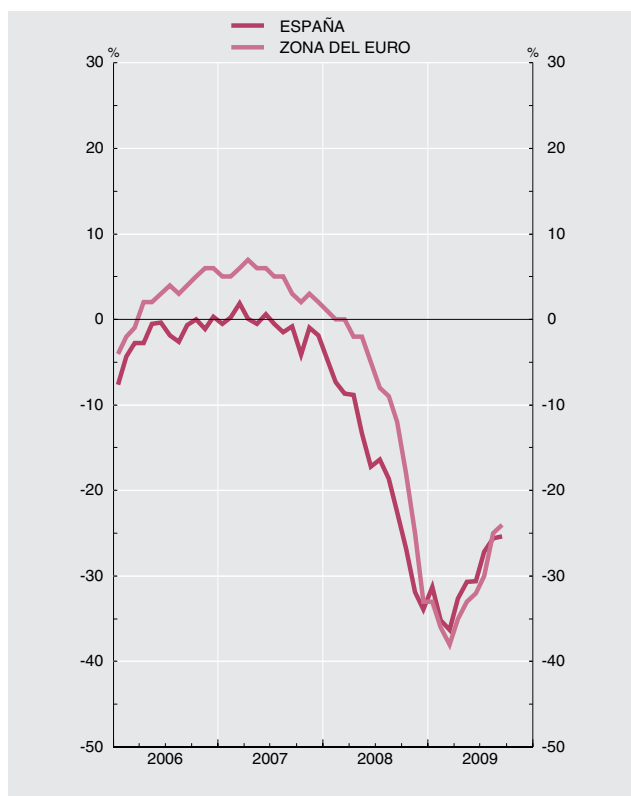
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

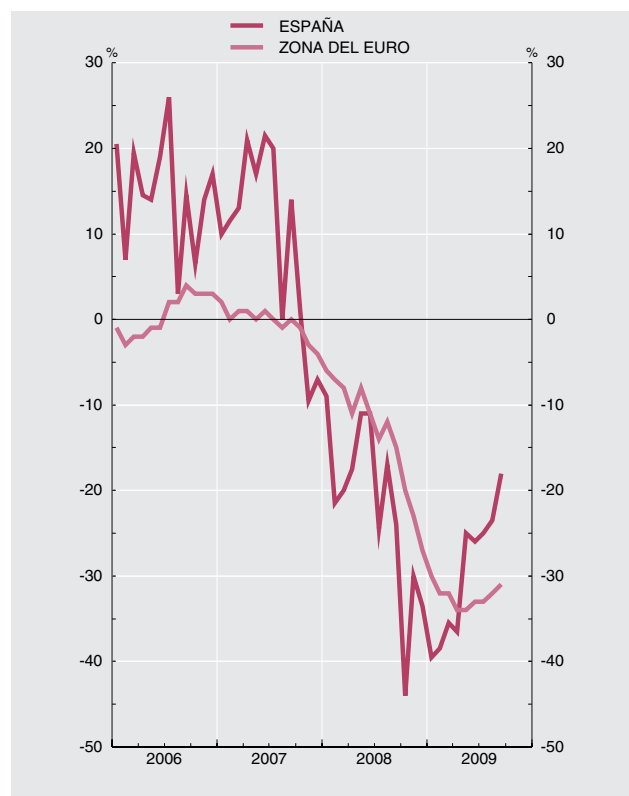
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
<b>06</b>	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
<b>07</b>	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0
<b>08</b>	M	-18	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
<b>08 E-S</b>	M	-13	-9	-4	-18	-15	17	-9	-1	-22	-5	-17	1	-14	-9	-17	-4	-8	-10
<b>09 E-S</b>	M	-31	-38	-13	-54	-53	24	-20	-29	-40	-34	-30	-21	-29	-9	-20	-32	-58	-32
<b>08 Jun</b>		-17	-10	-9	-20	-19	23	-13	-2	-28	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11
<b>Jul</b>		-16	-16	-7	-28	-19	14	-10	-9	-26	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
<b>Ago</b>		-19	-10	-9	-26	-20	21	-14	-8	-26	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12
<b>Sep</b>		-23	-20	-12	-34	-27	21	-16	-6	-36	-4	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
<b>Oct</b>		-27	-20	-17	-37	-32	27	-16	-27	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
<b>Nov</b>		-32	-40	-21	-44	-38	31	-18	-26	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
<b>Dic</b>		-34	-47	-23	-49	-48	29	-20	-34	-49	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
<b>09 Ene</b>		-31	-41	-21	-47	-44	26	-17	-27	-46	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
<b>Feb</b>		-35	-54	-23	-54	-57	29	-22	-31	-52	-3	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32
<b>Mar</b>		-36	-55	-26	-55	-60	28	-21	-38	-51	-32	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
<b>Abr</b>		-33	-42	-15	-56	-58	27	-22	-33	-43	-48	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
<b>May</b>		-31	-41	-12	-55	-57	25	-22	-31	-38	-50	-25	-26	-37	2	-18	-33	-61	-34
<b>Jun</b>		-31	-32	-10	-56	-54	26	-19	-25	-42	-58	-26	-24	-35	-3	-34	-32	-63	-33
<b>Jul</b>		-27	-25	-7	-56	-56	19	-18	-32	-33	-28	-25	-20	-22	-15	-21	-30	-61	-33
<b>Ago</b>		-26	-27	-2	-56	-49	19	-18	-22	-31	-37	-24	-26	-21	-7	-3	-25	-56	-32
<b>Sep</b>		-25	-25	-5	-54	-45	17	-21	-25	-26	-46	-18	-20	-24	9	-23	-24	-56	-31

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

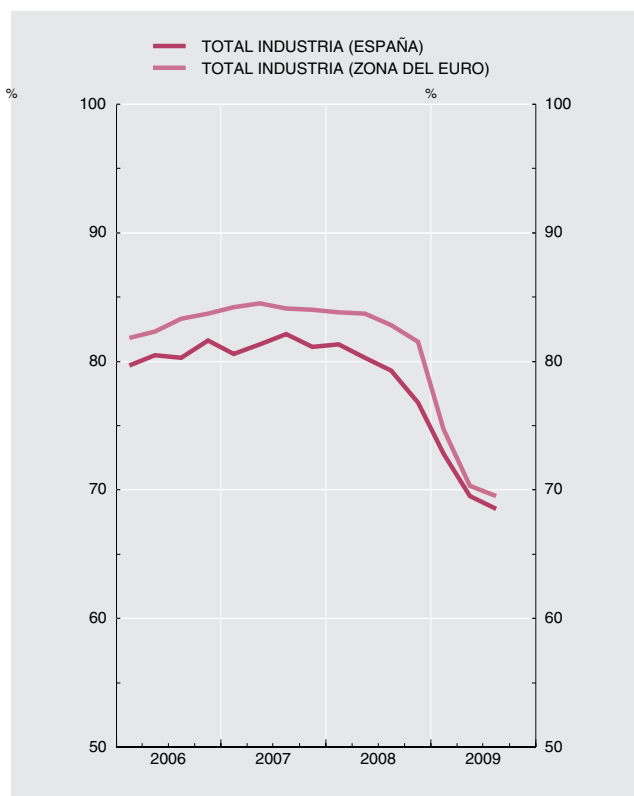
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

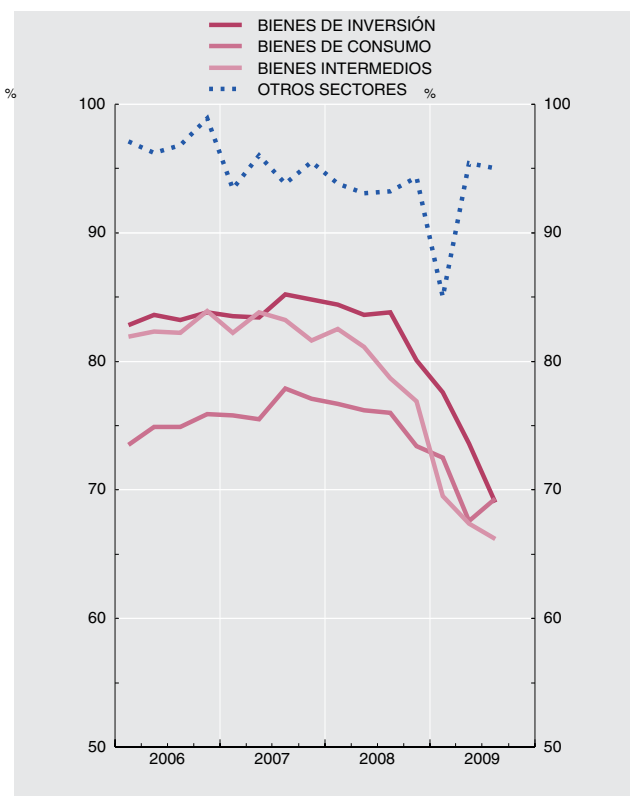
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>06</b>	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	82,8
<b>07</b>	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
<b>08</b>	79,4	79,8	8	75,6	76,7	9	83,0	82,8	4	79,8	79,8	9	93,6	94,1	-0	83,0
<b>08 I-III</b>	80,3	81,0	6	76,3	77,6	9	83,9	84,3	4	80,8	81,3	5	93,4	93,8	-	83,4
<b>09 I-III</b>	70,3	70,5	26	69,8	70,4	15	73,4	72,7	24	67,7	68,0	36	91,8	92,7	1	71,5
<b>07 I</b>	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
<b>II</b>	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,5
<b>III</b>	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
<b>IV</b>	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
<b>08 I</b>	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
<b>II</b>	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,7
<b>III</b>	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,8
<b>IV</b>	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,5
<b>09 I</b>	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	85,0	86,1	-	74,7
<b>II</b>	69,5	69,7	27	67,6	68,6	18	73,6	73,2	23	67,4	67,3	39	95,4	96,0	-	70,3
<b>III</b>	68,5	69,4	30	69,3	70,7	18	69,0	69,3	34	66,2	66,9	38	95,0	96,0	2	69,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

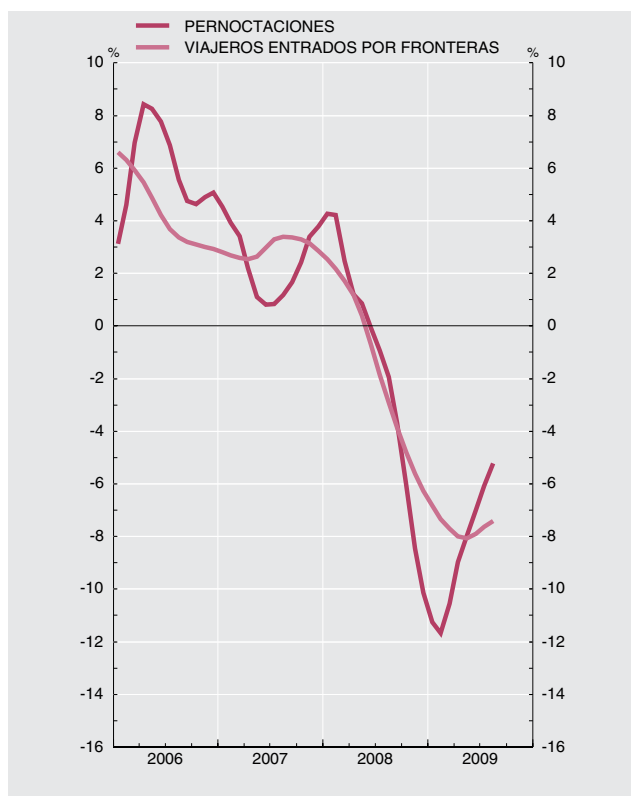
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

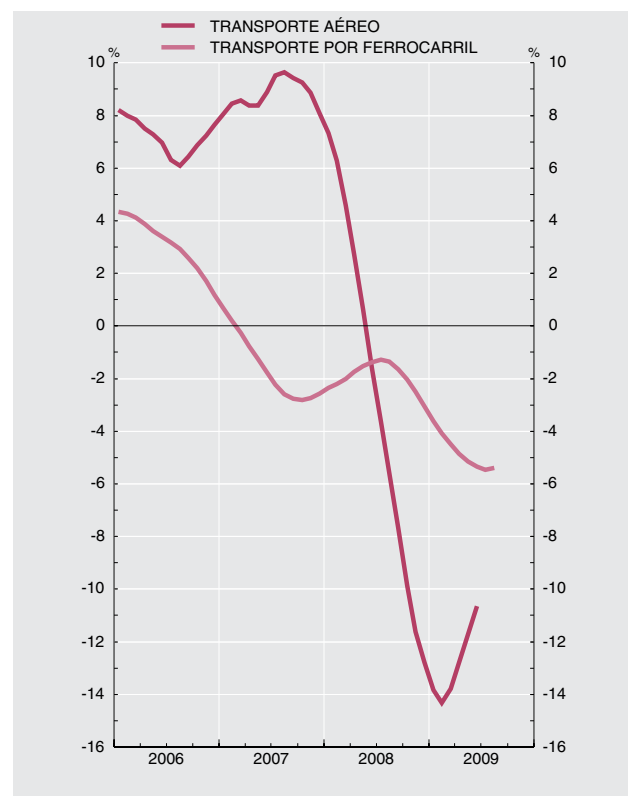
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>06</b>	5,8	6,1	6,2	6,5	3,9	3,7	4,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
<b>07</b>	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5
<b>08</b>	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,2	-2,5	0,7	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,7	-10,3
<b>08 E-A</b>	0,8	2,5	1,0	2,3	1,4	-0,2	3,8	1,2	-2,6	3,9	3,4	0,0	2,2	-0,6	-6,9
<b>09 E-A</b>	-8,4	-11,7	-7,8	-10,2	-7,3	-9,9	-3,6	...	...	...	...	...	...	-6,7	...
<b>08 May</b>	6,2	7,2	6,7	6,3	9,7	4,7	18,5	2,3	-5,3	7,9	-0,3	7,3	-1,1	-4,5	-13,8
<b>Jun</b>	-3,2	-1,6	-2,5	-1,8	1,5	0,6	3,1	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	1,1	-9,7
<b>Jul</b>	0,5	1,6	0,7	2,7	-4,4	-7,4	0,8	-3,5	-9,0	0,0	3,5	-5,0	0,0	0,3	-2,9
<b>Ago</b>	-0,7	-0,0	-0,5	1,1	-0,4	-3,0	2,9	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-16,9
<b>Sep</b>	-3,0	-2,1	-2,8	-2,2	-5,8	-5,4	-6,5	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	-2,6	-2,5
<b>Oct</b>	-6,7	-3,6	-5,2	-2,9	-5,8	-4,9	-7,2	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	-1,1	-5,7	0,5	-14,2
<b>Nov</b>	-12,0	-11,5	-10,5	-8,6	-7,9	-11,5	-3,5	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	0,3	-26,8
<b>Dic</b>	-9,3	-12,3	-10,6	-11,0	-10,3	-12,9	-7,6	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	-2,9	-27,8
<b>09 Ene</b>	-13,3	-14,8	-12,0	-11,6	-5,2	-9,8	-0,0	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	-5,1	-23,1	-6,5	-38,7
<b>Feb</b>	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-8,4	-15,9	1,1	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-32,9
<b>Mar</b>	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,3	-20,8	-12,5	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-12,6
<b>Abr</b>	-1,2	-8,3	2,0	-5,9	-2,6	-1,7	-3,9	-5,0	-9,3	-1,6	-23,0	23,5	-19,6	-6,1	-40,5
<b>May</b>	-8,2	-10,4	-8,9	-10,2	-11,1	-11,7	-10,3	-11,9	-13,0	-11,2	-19,9	-5,1	-18,0	-3,8	-31,7
<b>Jun</b>	-7,2	-9,5	-6,4	-7,1	-9,4	-10,0	-8,4	-8,7	-9,2	-8,4	-21,4	...	...	-7,7	-27,5
<b>Jul</b>	-5,2	-9,0	-5,5	-9,0	-3,2	-6,1	1,5	...	...	...	...	...	...	-6,3	...
<b>Ago</b>	-4,9	-10,9	-5,0	-10,6	-4,3	-8,1	0,2	...	...	...	...	...	...	-8,4	...

**TURISMO**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



**TRANSPORTE**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes.

En junio de 2009 se ha actualizado el directorio de establecimientos hoteleros de Canarias.



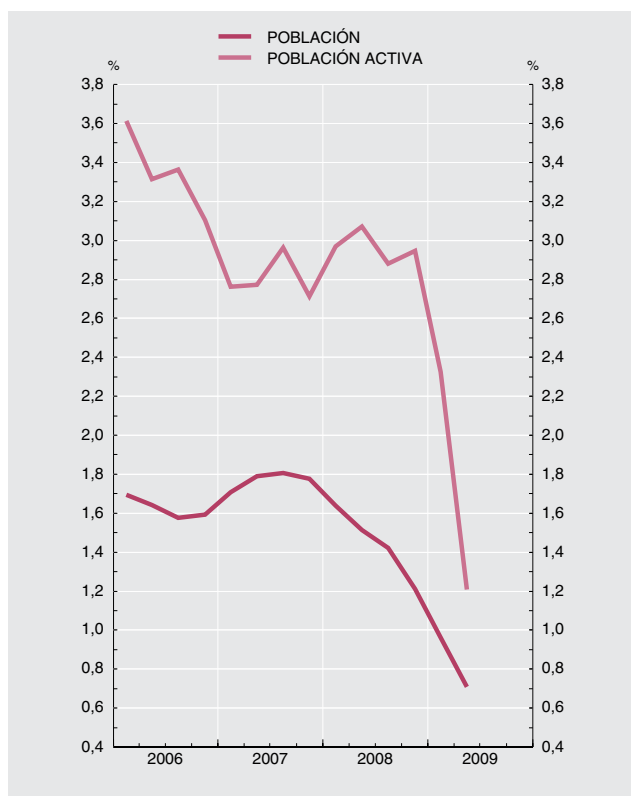
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0
08 I-II	M	38 102	592	1,6	59,56	22 692	1 331	705	626	3,0
09 I-II	M	38 420	318	0,8	60,11	23 092	801	383	418	1,8
06 IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

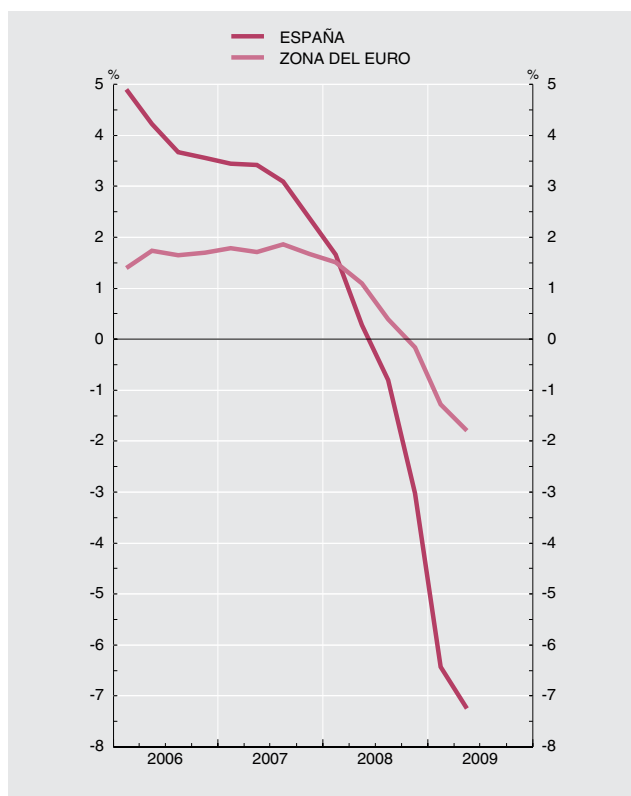
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

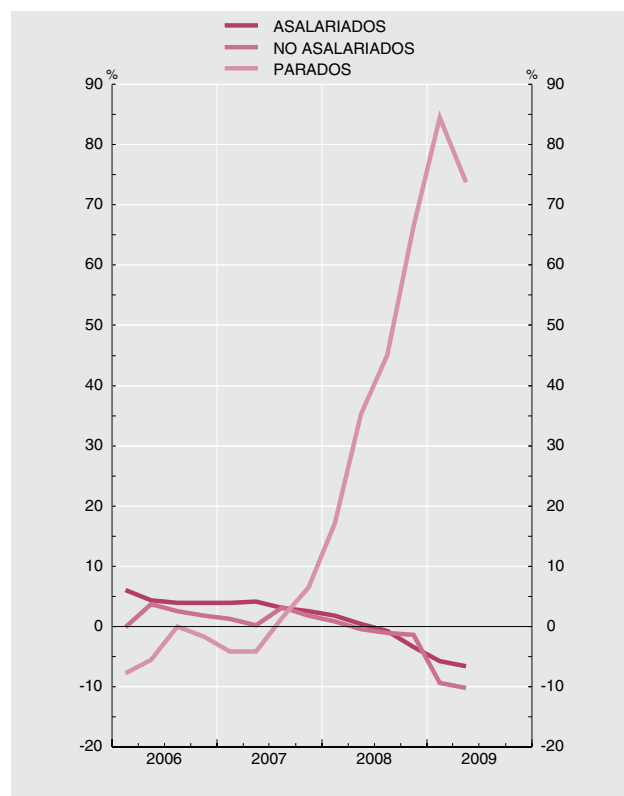
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
<b>06</b>	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,35
<b>07</b>	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,49
<b>08</b>	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,7	7,56
<b>08 I-II</b>	M	20 414	195	1,0	16 835	188	1,1	3 578	7	0,2	2 278	470	26,0	10,04	1,3	7,30
<b>09 I-II</b>	M	19 018	-1 396	-6,8	15 790	-1 045	-6,2	3 228	-351	-9,8	4 074	1 796	78,9	17,64	-1,5	9,03
<b>06 IV</b>		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	8,01
<b>07 I</b>		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,68
<b>II</b>		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,49
<b>III</b>		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,45
<b>IV</b>		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,34
<b>08 I</b>		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,23
<b>II</b>		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,37
<b>III</b>		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,4	7,60
<b>IV</b>		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,2	8,02
<b>09 I</b>		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,3	8,78
<b>II</b>		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,8	9,28

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

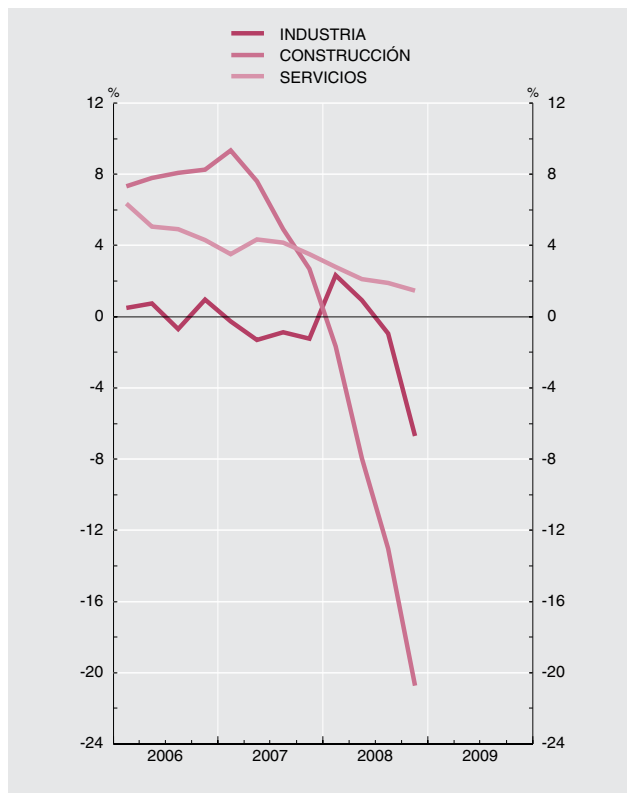
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

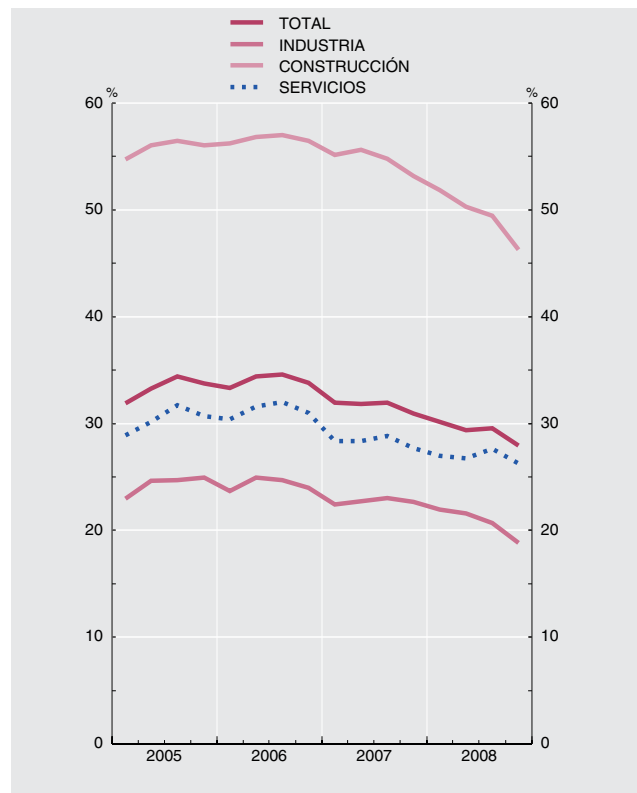
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,2	59,0	0,4	0,5	24,5	8,0	8,2	56,3	5,0	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,3	3,8	3,8	28,4	3,3
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
08 I-II	M	1,0	1,1	29,8	-5,4	-9,5	58,9	1,5	2,1	21,7	-4,5	-5,4	50,6	2,4	2,6	26,9	0,5
09 I-II	M	-6,8	-6,2	25,3	-3,6	2,1	60,0	-13,1	-13,0	16,1	-25,3	-28,2	41,7	-2,0	-0,8	23,9	-7,4
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,1	59,0	0,8	0,9	24,2	8,2	8,0	56,1	4,3	4,7	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,2	63,1	-0,4	-0,3	22,7	9,4	10,0	54,7	3,5	3,8	28,4	3,6
II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,3	58,6	-1,3	-0,8	22,8	7,5	8,9	55,2	4,3	4,7	28,4	3,8
III		3,1	3,1	31,9	-3,1	0,3	55,6	-0,9	-0,7	23,2	4,8	5,4	54,4	4,1	3,7	28,9	3,4
IV		2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,1	27,8	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,1	21,9	-1,4	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

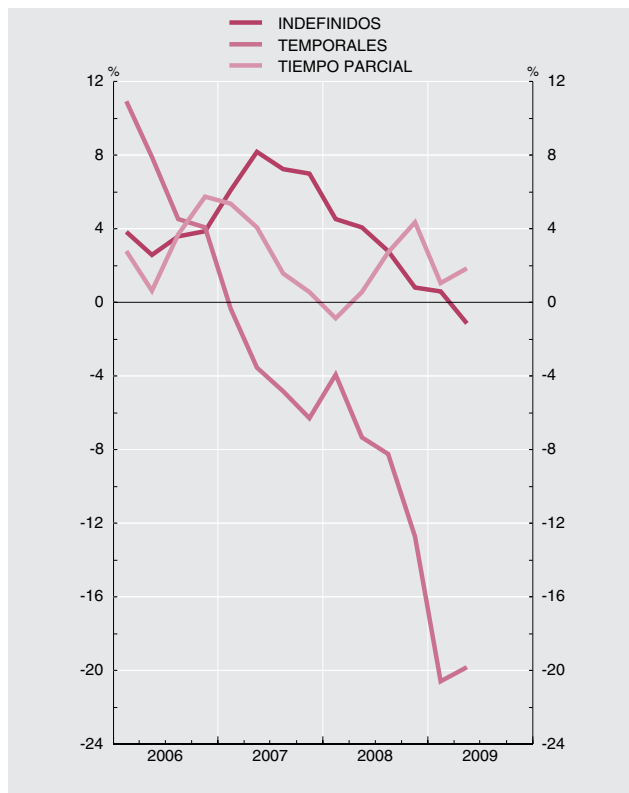
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

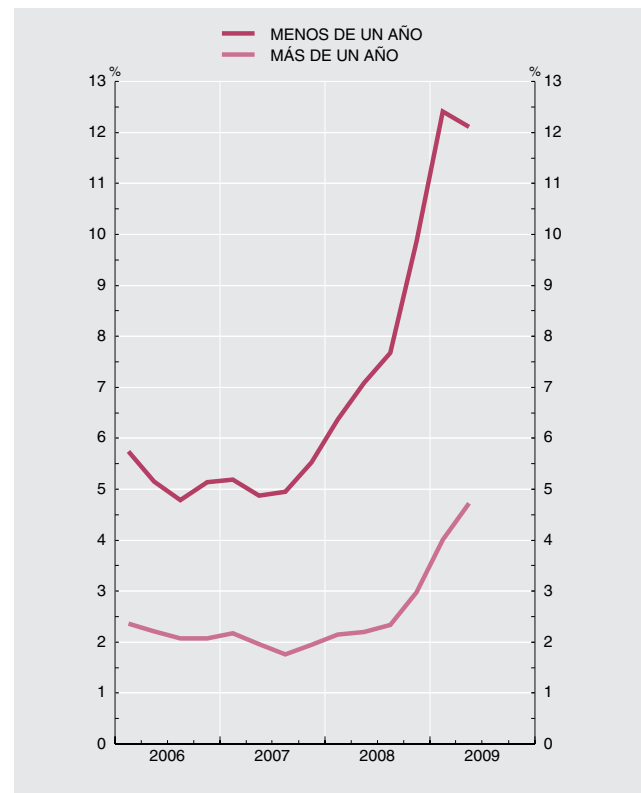
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
08 I-II	M	487	4,3	-299	-5,6	29,77	62	0,4	-4	-0,2	12,34	6,73	37,8	2,17	8,6
09 I-II	M	-33	-0,3	-1 013	-20,2	25,32	-1 155	-7,8	30	1,5	13,35	12,26	85,5	4,37	104,3
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

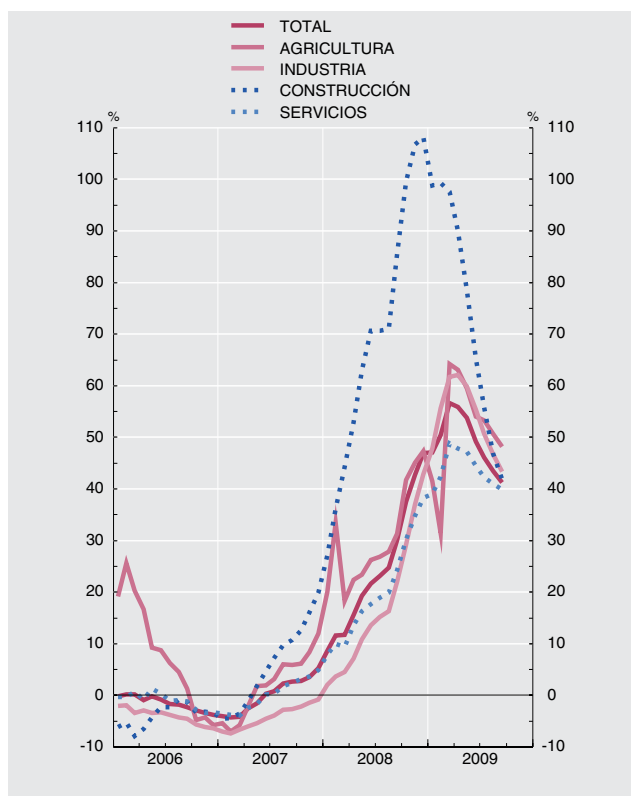
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

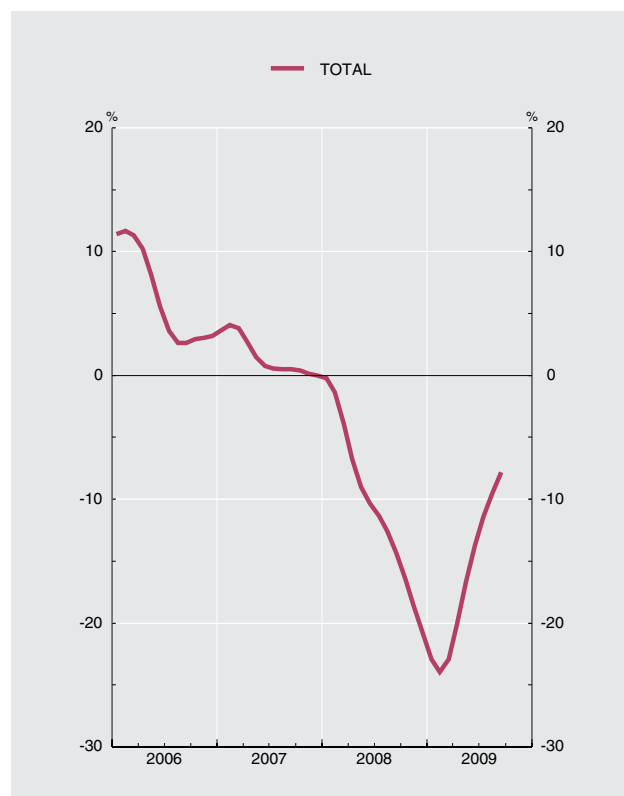
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
						Total	Agricultura	No agrícola										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
08	E-S	M	2 394	372	18,4	3,4	20,3	25,6	20,1	10,5	58,2	1 415	-8,1	11,66	24,57	88,34	1 389	-6,9
09	E-S	M	3 570	1 176	49,1	32,2	50,7	51,8	50,7	53,7	74,9	1 147	-19,0	9,68	27,18	90,32	1 145	-17,6
08	Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
	Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,4	32,4	22,0	85,6	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
	Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
	Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
	Dic		3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09	Ene		3 328	1 066	47,1	10,6	50,1	41,5	50,4	47,8	98,9	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
	Feb		3 482	1 167	50,4	14,5	53,4	31,4	54,1	55,7	99,3	1 017	-28,8	11,38	25,22	88,62	999	-30,3
	Mar		3 605	1 304	56,7	23,9	59,5	64,2	59,4	61,7	97,6	1 061	-17,5	11,42	26,47	88,58	1 047	-16,8
	Abr		3 645	1 306	55,9	33,3	57,7	63,1	57,6	62,1	90,0	1 031	-29,3	10,81	27,08	89,19	1 031	-27,2
	May		3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2
	Jun		3 565	1 174	49,1	35,7	50,3	54,0	50,3	55,3	65,3	1 275	-10,2	8,45	27,70	91,55	1 260	-8,8
	Jul		3 544	1 117	46,0	41,7	46,4	53,3	46,2	50,7	55,8	1 403	-13,7	7,92	29,98	92,08	1 383	-12,5
	Ago		3 629	1 099	43,4	46,2	43,2	50,7	43,0	46,7	46,9	945	-10,0	7,27	26,95	92,73	963	-6,5
	Sep		3 709	1 084	41,3	45,3	41,0	48,2	40,8	43,3	41,8	1 355	-9,8	9,48	30,88	90,52	1 398	-7,3

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

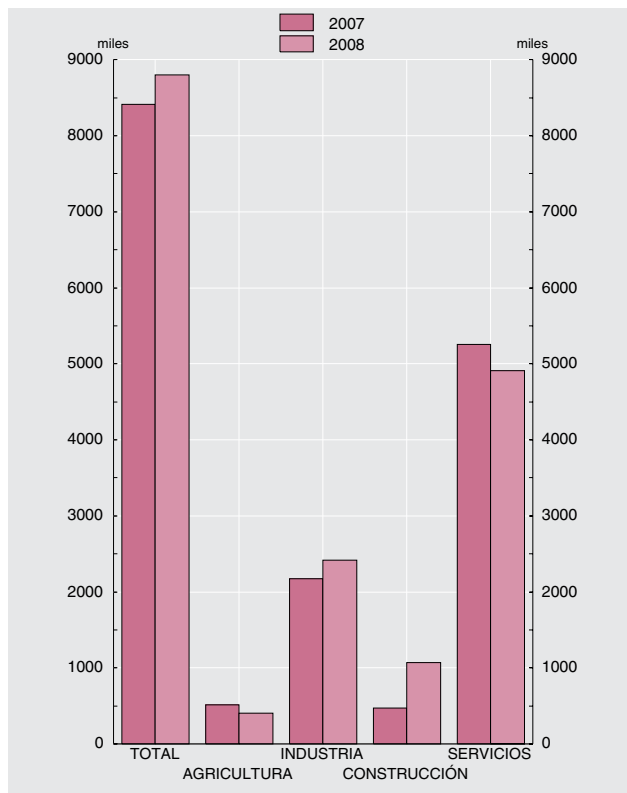
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

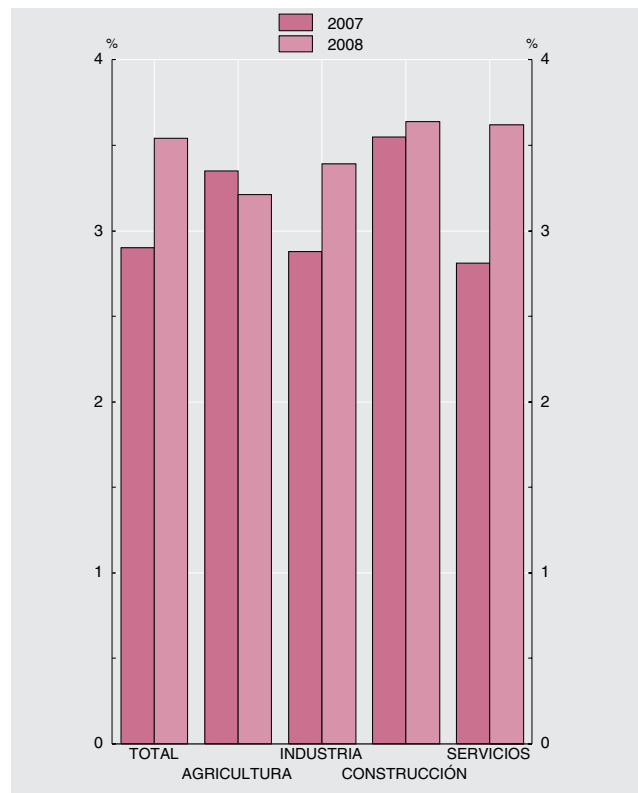
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>06</b>	11 119	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07</b>	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08</b>	11 346	3,62	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>08 Abr</b>	11 118	3,59	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
<b>May</b>	11 125	3,59	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
<b>Jun</b>	11 174	3,59	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
<b>Jul</b>	11 182	3,59	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
<b>Ago</b>	11 182	3,59	6 844	809	7 653	1 271	393	2 082	964	4 214	3,43	3,96	3,49	3,17	3,41	3,65	3,52
<b>Sep</b>	11 305	3,61	6 911	1 079	7 990	949	405	2 133	1 013	4 439	3,43	4,01	3,51	3,20	3,40	3,65	3,56
<b>Oct</b>	11 344	3,61	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
<b>Nov</b>	11 345	3,61	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
<b>Dic</b>	11 346	3,62	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09 Ene</b>	7 636	2,65	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,93	2,70	3,54	2,77
<b>Feb</b>	7 642	2,65	5 977	6	5 983	689	189	1 827	841	3 125	2,68	1,86	2,68	2,81	2,52	3,59	2,53
<b>Mar</b>	7 643	2,65	6 215	19	6 234	610	193	1 862	939	3 240	2,70	2,73	2,70	2,85	2,52	3,58	2,55
<b>Abr</b>	7 820	2,63	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
<b>May</b>	7 821	2,63	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53
<b>Jun</b>	7 823	2,63	7 042	343	7 385	135	440	1 913	1 114	3 918	2,66	2,99	2,67	2,45	2,51	3,56	2,52
<b>Jul</b>	7 825	2,63	7 069	367	7 436	-30	445	1 939	1 114	3 939	2,66	2,92	2,67	2,44	2,51	3,58	2,52
<b>Ago</b>	7 827	2,63	7 070	376	7 446	-207	447	1 942	1 114	3 944	2,66	2,90	2,67	2,45	2,51	3,58	2,52
<b>Sep</b>	7 827	2,63	7 350	478	7 828	-162	455	1 973	1 114	4 287	2,64	2,65	2,64	2,44	2,50	3,58	2,48

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Diciembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2008, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2009 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

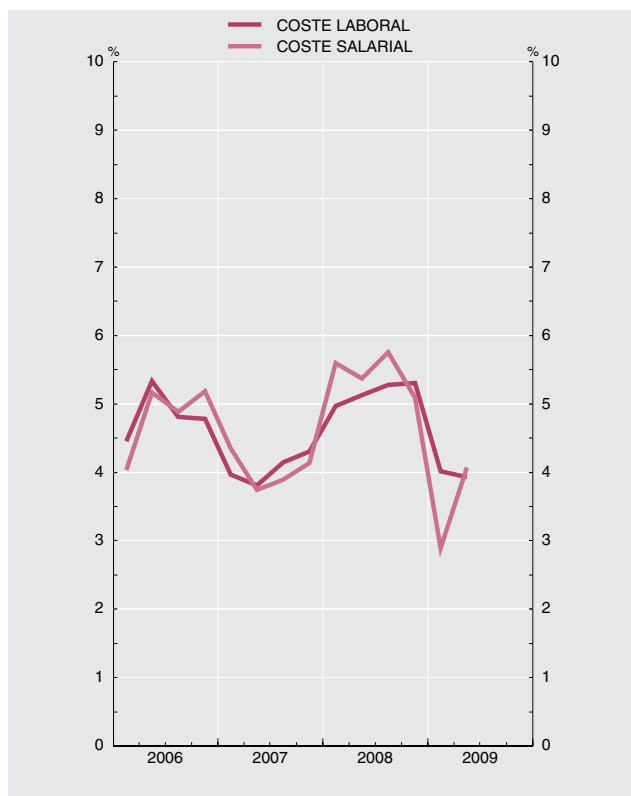
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

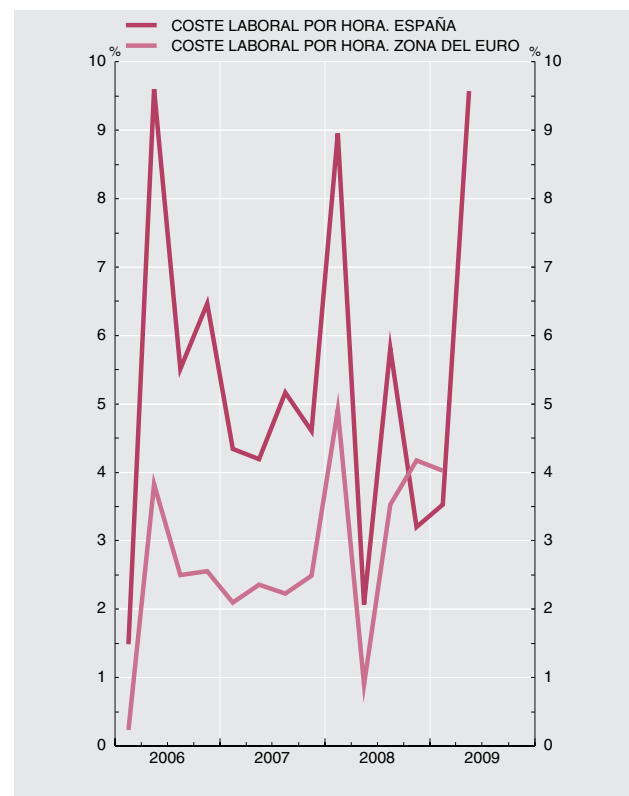
Tasas de variación interanual

		Coste laboral				Por hora efectiva	Coste salarial				Por hora efectiva	Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes					Por trabajador y mes						
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
06	MP	4,8	3,8	3,1	6,3	5,8	4,8	3,5	2,5	6,3	5,8	4,9	2,3
07	MP	4,1	3,6	4,8	4,1	4,6	4,0	3,4	4,5	4,2	4,6	4,1	2,3
08	MP	5,2	5,1	6,5	5,0	4,9	5,4	5,6	6,5	5,1	5,1	4,4	3,3
08 I-II	MP	5,1	5,2	6,0	4,9	5,4	5,5	5,9	6,5	5,0	5,8	3,9	2,8
09 I-II	MP	4,0	3,4	6,3	3,9	6,6	3,5	1,7	5,0	3,7	6,1	5,3	...
06 IV	P	4,8	3,4	2,5	6,5	6,5	5,2	3,4	2,0	7,0	6,8	3,6	2,6
07 I	P	4,0	4,2	4,7	3,9	4,3	4,4	4,0	4,9	4,5	4,7	2,9	2,1
II	P	3,8	2,6	4,2	4,1	4,2	3,7	3,5	3,6	3,9	4,2	4,0	2,4
III	P	4,1	3,7	4,9	4,2	5,2	3,9	2,9	4,0	4,2	5,0	4,8	2,2
IV	P	4,3	3,9	5,3	4,3	4,6	4,1	3,3	5,4	4,1	4,4	4,8	2,5
08 I	P	5,0	4,3	5,7	5,0	9,0	5,6	6,1	5,8	5,2	9,6	3,3	4,9
II	P	5,1	6,2	6,2	4,7	2,1	5,4	5,6	7,2	4,9	2,3	4,4	0,9
III	P	5,3	4,5	6,0	5,5	5,8	5,8	5,3	6,3	5,7	6,3	4,0	3,5
IV	P	5,3	5,2	7,9	5,0	3,2	5,1	5,3	6,7	4,7	3,0	6,0	4,2
09 I	P	4,0	3,9	6,5	3,8	3,5	2,9	1,1	4,5	3,0	2,4	7,1	4,0
II	P	3,9	3,0	6,1	4,1	9,6	4,1	2,3	5,5	4,3	9,7	3,5	...

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

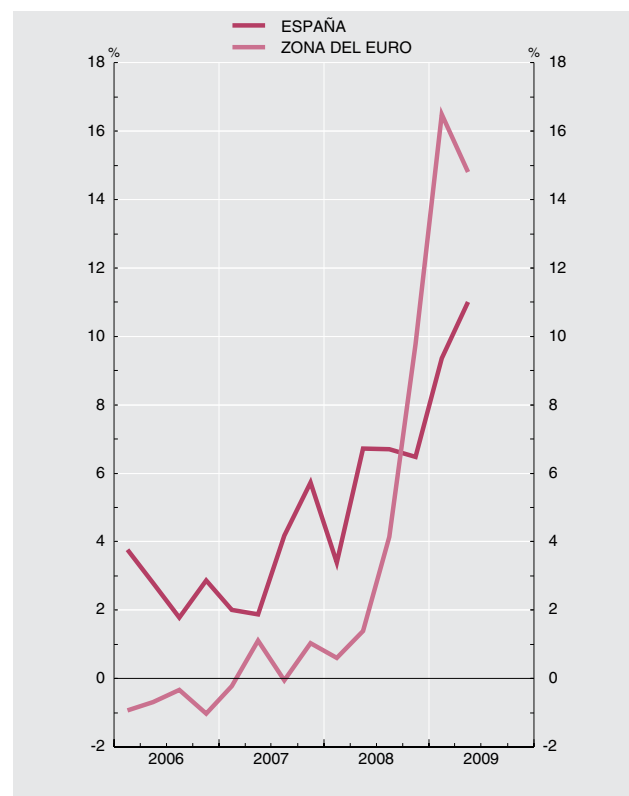
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Remuneración por asalariado		Productividad				Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		Total economía						Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>06</b>	P	3,3	0,8	4,0	2,3	0,7	1,5	4,0	3,1	3,3	1,6	2,8	-0,7
<b>07</b>	P	3,8	1,5	4,5	2,5	0,7	0,9	3,6	2,7	2,8	1,8	3,4	0,5
<b>08</b>	P	4,6	3,4	6,1	3,2	1,5	-0,2	0,9	0,6	-0,6	0,7	5,7	4,0
<b>06</b>	III	2,9	1,1	4,3	2,5	1,4	1,4	4,1	3,1	2,7	1,6	1,8	-0,3
	IV	3,3	0,4	4,3	2,1	1,0	1,7	4,0	3,5	3,1	1,7	2,9	-1,0
<b>07</b>	I	3,7	1,0	4,4	2,6	0,7	1,6	4,0	3,4	3,3	1,8	2,0	-0,2
	II	3,5	1,4	4,2	2,3	0,7	0,9	3,8	2,7	3,1	1,7	1,9	1,1
	III	3,7	1,4	4,5	2,2	0,7	0,8	3,5	2,7	2,8	1,9	4,2	-0,0
	IV	4,0	2,3	4,9	2,8	0,9	0,5	3,1	2,2	2,2	1,7	5,7	1,0
<b>08</b>	I	4,9	2,4	6,0	3,1	1,0	0,6	2,5	2,2	1,5	1,5	3,4	0,6
	II	5,0	2,8	6,4	3,2	1,4	0,3	1,7	1,5	0,3	1,1	6,7	1,4
	III	4,7	3,5	6,2	3,5	1,4	-0,0	0,4	0,4	-1,0	0,4	6,7	4,1
	IV	3,8	4,6	6,0	2,9	2,1	-1,6	-1,2	-1,8	-3,2	-0,2	6,5	9,8
<b>09</b>	I	1,0	5,8	4,3	1,8	3,3	-3,7	-3,2	-4,9	-6,3	-1,3	9,4	16,5
	II	1,4	4,8	4,6	1,6	3,2	-3,1	-4,2	-4,8	-7,1	-1,8	11,0	14,8

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.



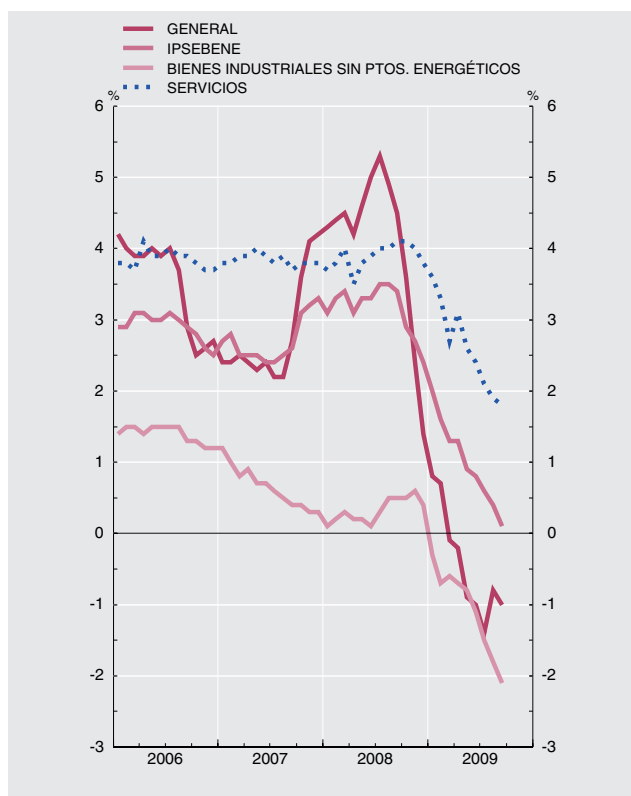
### 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

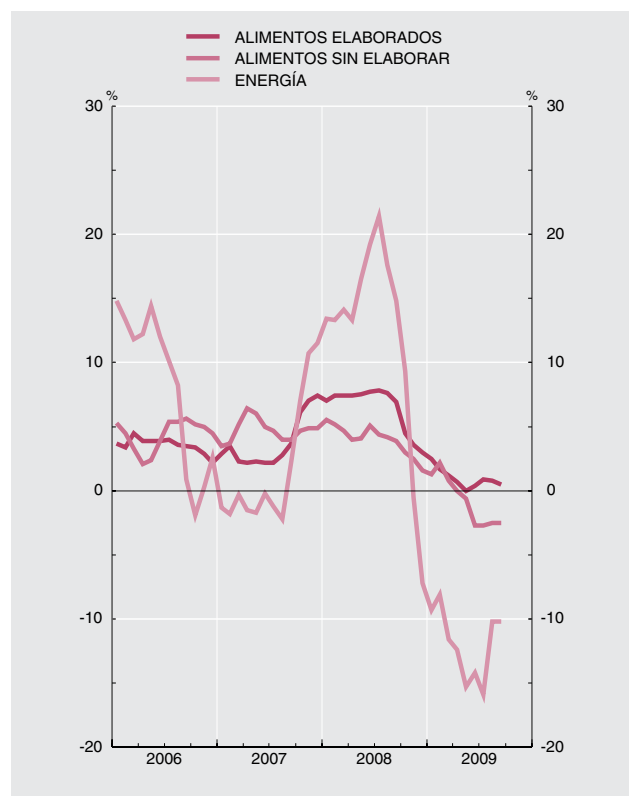
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m 1 (a)	T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	98,3	-1,7
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
08 E-S	M	106,8	0,2	4,6	1,4	4,6	7,4	0,3	16,0	3,9	3,3	109,6	8,8
09 E-S	M	106,4	-0,0	-0,4	-0,5	-0,8	1,0	-1,1	-11,9	2,6	1,0	...	...
08 Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	3,3	113,2	9,2
Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	3,5	101,4	12,6
Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	3,5	98,8	6,0
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	105,1	-0,8
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	104,1	-7,6
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	101,7	-10,5
Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	100,5	-10,3
09 Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	101,0	-7,2
Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	1,6	102,9	-5,4
Mar		105,8	0,2	-0,1	-1,1	0,8	1,2	-0,6	-11,6	2,7	1,3	105,4	-7,1
Abr		106,8	1,0	-0,2	-0,1	-	0,7	-0,7	-12,4	3,1	1,3	107,8	-7,7
May		106,8	-	-0,9	-0,1	-0,6	-	-0,8	-15,3	2,6	0,9	101,8	-15,1
Jun		107,2	0,4	-1,0	0,3	-2,7	0,4	-1,1	-14,2	2,4	0,8	93,7	-17,2
Jul		106,3	-0,9	-1,4	-0,5	-2,7	0,9	-1,5	-15,9	2,1	0,6	83,3	-17,9
Ago		106,7	0,3	-0,8	-0,2	-2,5	0,8	-1,8	-10,2	1,9	0,4	...	...
Sep		106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	0,1	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

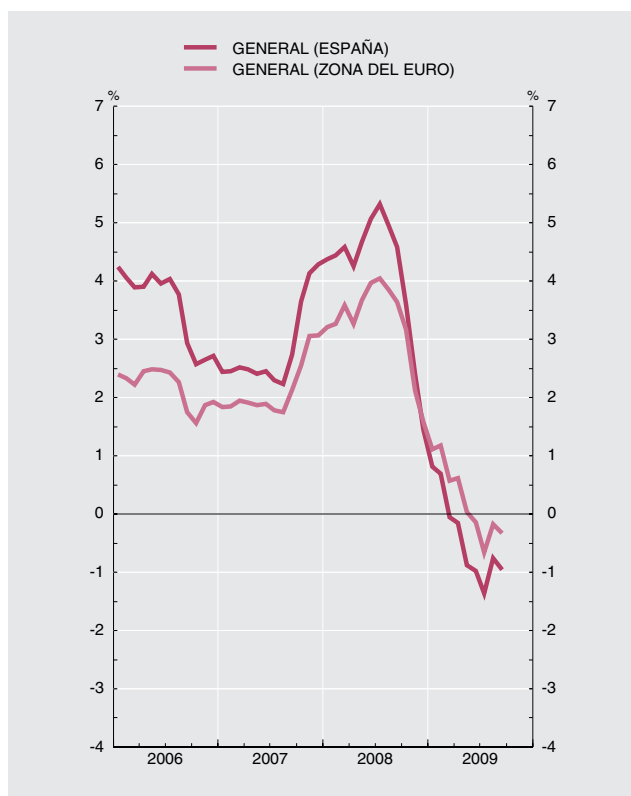
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

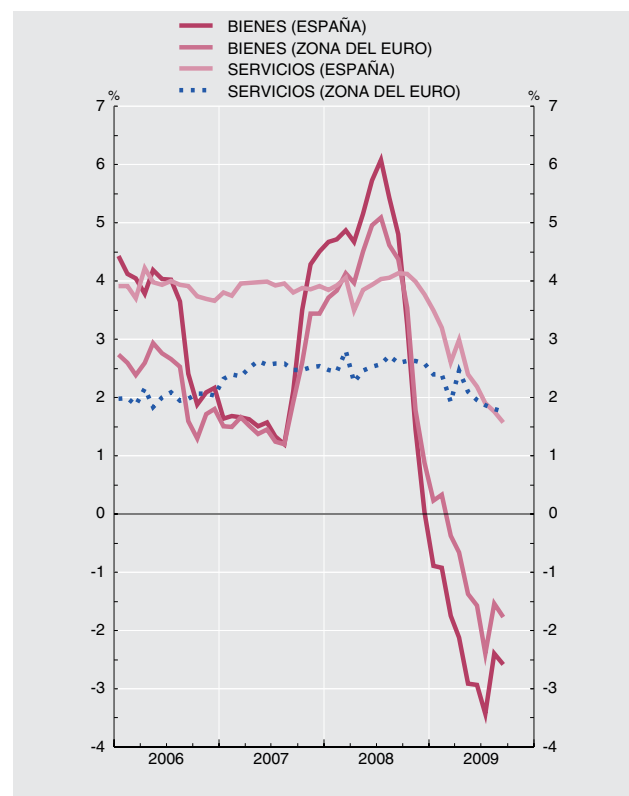
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>06</b>	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
<b>07</b>	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
<b>08</b>	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
<b>08 E-S</b>	M	4,7	3,6	5,1	4,4	6,5	5,5	8,7	6,7	4,3	3,7	4,3	3,8	0,4	0,8	16,0	13,2	3,9	2,5
<b>09 E-S</b>	MP	-0,4	0,2	-2,2	-1,0	0,4	1,1	1,0	1,3	-0,2	0,8	-3,7	-2,1	-0,8	0,6	-11,9	-9,6	2,4	2,1
<b>08 Jun</b>		5,1	4,0	5,7	5,0	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	4,0	5,0	4,5	0,2	0,8	19,1	16,1	3,9	2,5
<b>Jul</b>		5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6
<b>Ago</b>		4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7
<b>Sep</b>		4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6
<b>Oct</b>		3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6
<b>Nov</b>		2,4	2,1	1,5	1,8	3,2	3,7	3,5	4,2	2,9	2,8	0,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,7	4,0	2,6
<b>Dic</b>		1,5	1,6	-	0,9	2,6	3,3	3,0	3,5	2,1	2,8	-1,5	-0,3	0,4	0,8	-7,1	-3,7	3,8	2,6
<b>09 Ene</b>		0,8	1,1	-0,9	0,2	2,1	2,7	2,4	2,7	1,8	2,6	-2,5	-1,0	-0,2	0,5	-9,2	-5,3	3,5	2,4
<b>Feb</b>		0,7	1,2	-0,9	0,3	1,9	2,5	1,6	2,0	2,2	3,3	-2,4	-0,7	-0,5	0,7	-8,0	-4,9	3,2	2,4
<b>Mar</b>		-0,1	0,6	-1,7	-0,4	1,0	1,9	1,0	1,6	1,1	2,4	-3,3	-1,5	-0,4	0,8	-11,5	-8,1	2,6	1,9
<b>Abr</b>		-0,2	0,6	-2,1	-0,7	0,5	1,4	0,6	1,2	0,3	1,6	-3,6	-1,7	-0,6	0,8	-12,3	-8,8	3,0	2,5
<b>May</b>		-0,9	-	-2,9	-1,4	-0,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-4,5	-2,5	-0,6	0,8	-15,2	-11,6	2,4	2,1
<b>Jun</b>		-1,0	-0,1	-2,9	-1,6	-0,6	0,7	0,5	1,1	-1,7	-	-4,4	-2,7	-0,9	0,6	-14,1	-11,7	2,2	2,0
<b>Jul</b>		-1,4	-0,7	-3,4	-2,4	-0,3	-	1,2	0,8	-1,8	-1,1	-5,2	-3,6	-1,2	0,5	-15,8	-14,4	1,9	1,9
<b>Ago</b>		-0,8	-0,2	-2,4	-1,5	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,6	-1,2	-3,6	-2,3	-1,4	0,6	-10,2	-10,2	1,8	1,8
<b>Sep</b>	P	-1,0	-0,3	-2,6	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,8	-2,6	-1,6	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

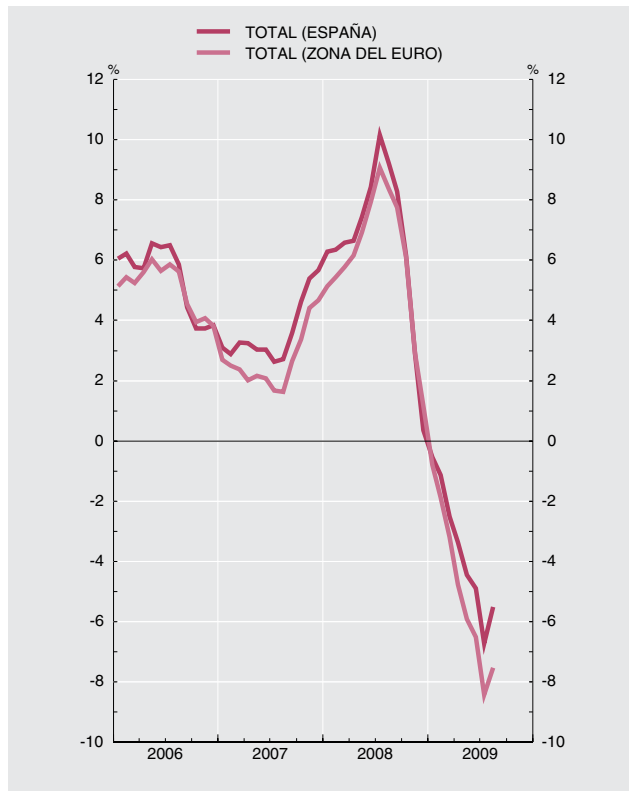
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

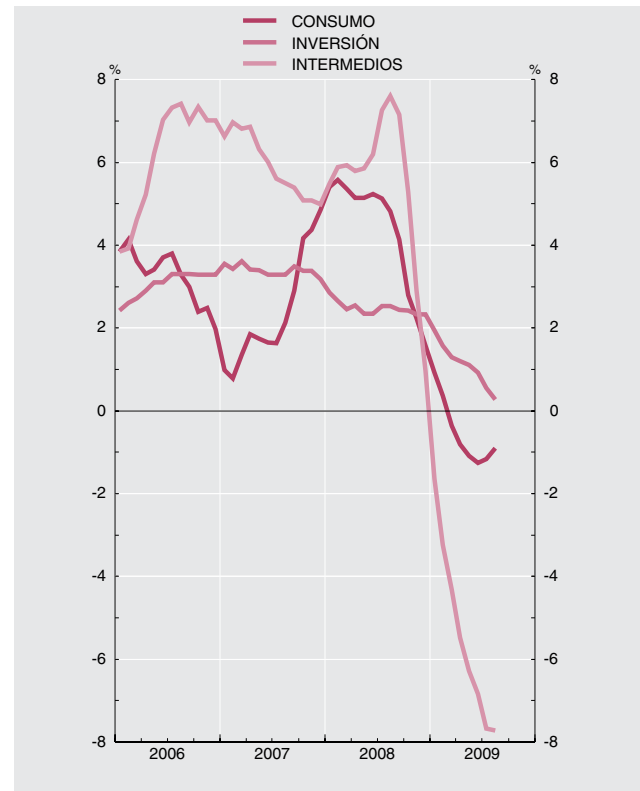
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	MP	105,4	—	5,4	—	3,2	—	3,1	—	6,2	—	9,1	5,1	1,5	1,6	4,6	13,6
<b>07</b>	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,1	2,2	4,6	1,3
<b>08</b>	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	4,0	14,2
<b>08 E-A</b>	MP	116,6	—	7,7	—	5,2	—	2,5	—	6,3	—	17,2	6,9	4,7	1,9	4,3	16,3
<b>09 E-A</b>	MP	112,3	—	-3,7	—	-0,5	—	1,1	—	-5,4	—	-8,2	-4,9	-1,8	0,9	-5,0	-11,1
<b>08 May</b>	P	117,0	1,2	7,4	0,1	5,1	0,1	2,3	0,6	5,9	4,5	17,4	6,9	4,8	2,0	3,8	17,1
<b>Jun</b>	P	118,3	1,1	8,4	0,2	5,2	0,1	2,3	0,5	6,2	3,6	21,1	7,9	4,8	2,2	4,3	20,4
<b>Jul</b>	P	120,4	1,8	10,2	0,1	5,1	0,3	2,5	1,1	7,3	5,9	27,4	9,1	4,6	2,3	5,4	23,9
<b>Ago</b>	P	119,6	-0,7	9,2	0,1	4,8	0,1	2,5	0,4	7,6	-3,5	23,2	8,4	4,2	2,4	5,4	21,4
<b>Sep</b>	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,7	3,7	2,2	5,5	19,4
<b>Oct</b>	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	6,1	2,8	2,8	4,1	14,5
<b>Nov</b>	P	114,5	-2,5	2,9	-0,4	2,2	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	2,9	1,9	2,7	2,5	4,9
<b>Dic</b>	P	112,1	-2,1	0,4	-0,2	1,6	-	2,3	-1,9	1,0	-6,5	-3,4	1,2	1,2	2,1	1,2	1,0
<b>09 Ene</b>	P	112,6	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,2	-1,6	3,2	-2,2	-0,8	-0,5	1,9	-1,2	-1,9
<b>Feb</b>	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,1	1,6	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,9	-1,0	1,8	-2,9	-3,6
<b>Mar</b>	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-0,1	1,3	-0,4	-4,3	-0,9	-5,0	-3,2	-1,6	1,5	-3,9	-6,9
<b>Abr</b>	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,6	-5,5	-0,3	-6,8	-4,8	-1,8	1,1	-5,0	-11,1
<b>May</b>	P	111,8	0,1	-4,4	-0,2	-1,1	-	1,1	-0,3	-6,3	1,1	-9,8	-5,9	-2,0	0,5	-5,7	-13,7
<b>Jun</b>	P	112,5	0,6	-4,9	-	-1,3	-0,1	0,9	-0,1	-6,8	3,2	-10,1	-6,5	-2,3	0,3	-6,4	-14,7
<b>Jul</b>	P	112,3	-0,2	-6,7	0,2	-1,2	-0,1	0,5	0,2	-7,7	-1,0	-16,0	-8,4	-2,5	-	-7,5	-19,9
<b>Ago</b>	P	113,0	0,6	-5,5	0,4	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,5	-11,6	-7,5	-2,6	-0,2	-7,4	-16,9

#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

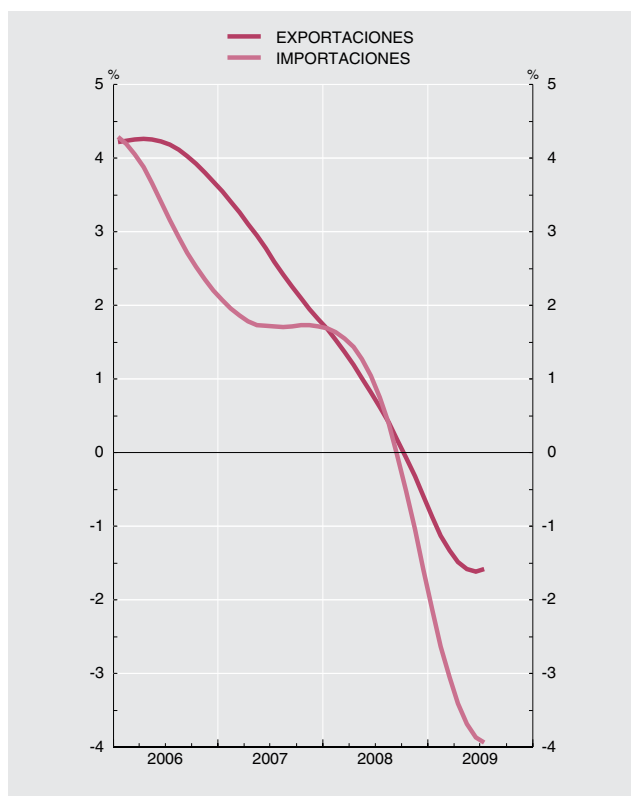
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

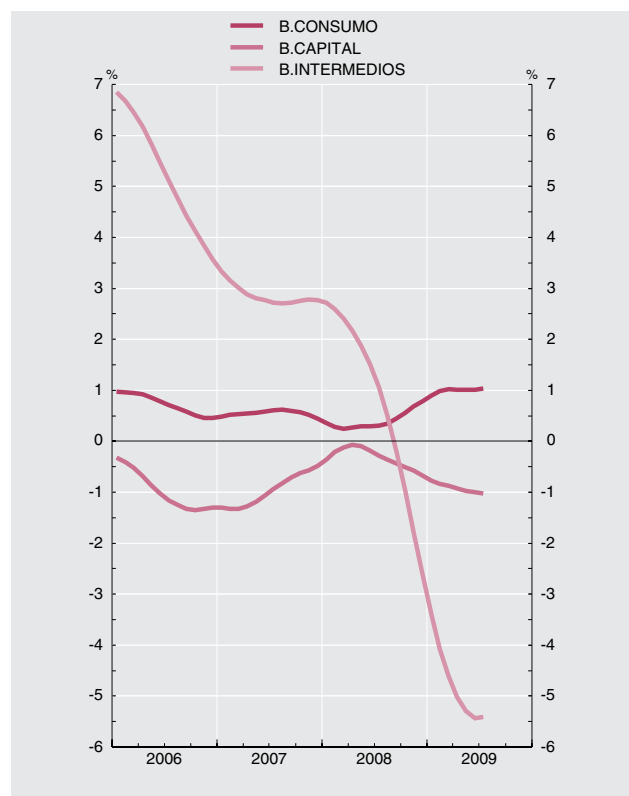
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b>	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
<b>07</b>	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
<b>08</b>	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
<b>08 E-J</b>	2,0	1,1	2,1	2,6	39,3	-0,4	4,0	-1,4	2,8	6,3	29,0	-2,0
<b>09 E-J</b>	-5,6	-1,8	-6,1	-8,3	-24,9	-6,5	-9,3	1,2	-1,4	-14,5	-32,3	-7,6
<b>08 Feb</b>	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
<i>Mar</i>	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
<i>Abr</i>	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
<i>May</i>	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
<i>Jun</i>	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
<i>Jul</i>	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
<i>Ago</i>	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
<i>Sep</i>	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
<i>Oct</i>	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
<i>Nov</i>	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5
<i>Dic</i>	1,2	-3,1	7,2	2,9	11,6	1,7	1,9	12,8	4,0	-2,9	-15,6	0,9
<b>09 Ene</b>	-2,8	-0,5	-6,9	-4,0	-7,0	-4,1	-7,4	2,9	-7,7	-11,9	-27,4	-4,9
<i>Feb</i>	-5,9	-4,8	-5,9	-6,7	-18,5	-6,2	-7,1	7,7	-3,7	-14,3	-29,6	-11,6
<i>Mar</i>	-4,6	-4,4	-5,9	-4,7	-20,7	-2,6	-7,6	4,9	2,0	-14,3	-31,0	-5,4
<i>Abr</i>	-5,1	-0,4	-9,6	-7,9	-23,2	-6,0	-8,6	-0,7	0,3	-13,0	-32,1	-6,2
<i>May</i>	-8,3	-3,5	0,2	-12,9	-34,4	-11,2	-10,1	1,4	-6,4	-15,2	-36,6	-8,6
<i>Jun</i>	-5,7	1,9	-8,2	-10,3	-30,2	-7,7	-10,7	-1,8	0,1	-15,2	-35,2	-6,5
<i>Jul</i>	-7,2	-1,0	-6,2	-11,7	-39,8	-7,5	-13,2	-5,5	5,2	-17,8	-33,6	-10,2

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

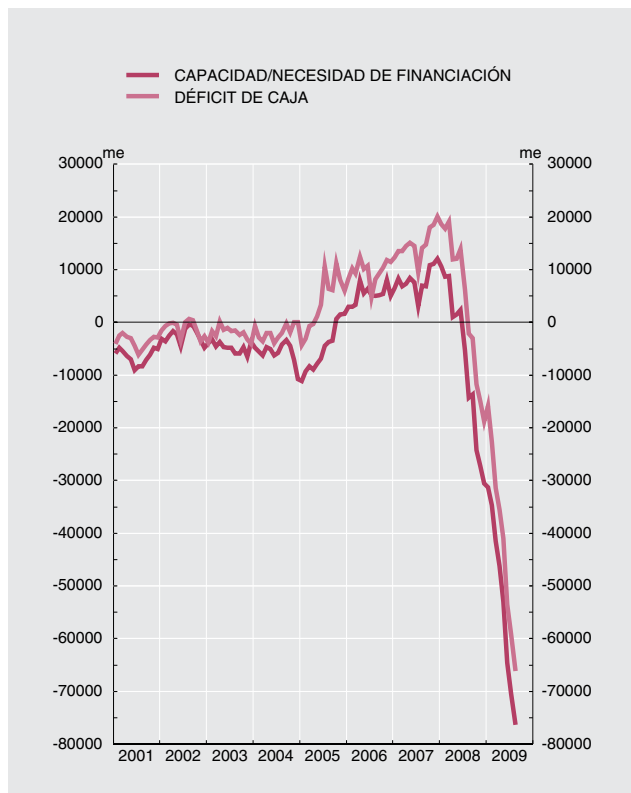
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

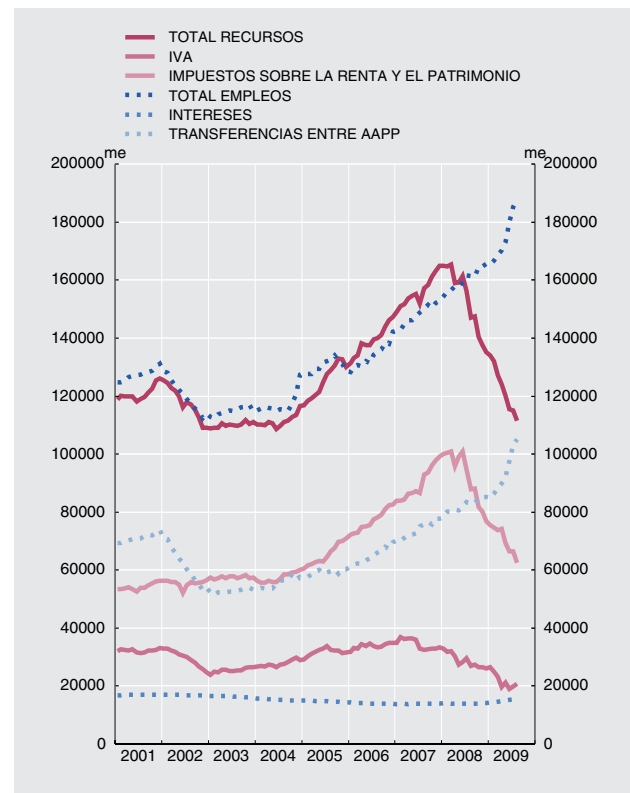
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14= 15-16	15	16
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	P -30 527	135 145	26 065	12 715	6 904	76 930	12 531	165 672	19 244	14 145	85 348	5 857	41 078	-18 747	129 336	148 082
08 E-A	P -14 530	83 985	15 064	8 499	3 483	49 772	7 167	98 515	12 325	9 196	53 513	2 397	21 084	-15 037	81 588	96 625
09 E-A	A -60 361	60 416	9 826	7 308	3 924	35 368	3 990	120 777	12 936	10 769	73 396	1 467	22 209	-62 452	59 181	121 633
08 Dic	P -16 513	10 243	290	915	2 125	4 009	2 904	26 756	2 620	1 314	9 860	2 291	10 671	-7 708	9 186	16 894
09 Ene	A 722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735
09 Feb	A 4 591	18 340	13 248	848	260	2 761	1 223	13 749	1 372	1 200	8 208	111	2 858	2 288	18 279	15 991
09 Mar	A -12 907	2 039	-1 328	687	1 020	2 205	-545	14 946	1 516	1 335	8 835	168	3 092	-11 275	2 614	13 888
09 Abr	A 1 034	14 788	2 532	938	580	10 014	724	13 754	1 555	1 325	7 972	221	2 681	2 878	14 613	11 735
09 May	A -12 992	182	-1 181	927	243	-830	1 023	13 174	1 499	1 388	7 525	342	2 420	-10 635	-202	10 433
09 Jun	A -19 066	1 875	-1 377	833	441	-52	2 030	20 941	2 734	1 378	12 339	112	4 378	-17 716	673	18 389
09 Jul	A -11 083	10 719	3 945	845	587	5 886	-544	21 802	1 442	1 434	16 025	253	2 648	-14 127	11 405	25 532
09 Ago	A -10 660	2 464	-5 428	1 066	410	6 081	335	13 124	1 441	1 374	7 627	185	2 497	-11 506	1 424	12 930

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

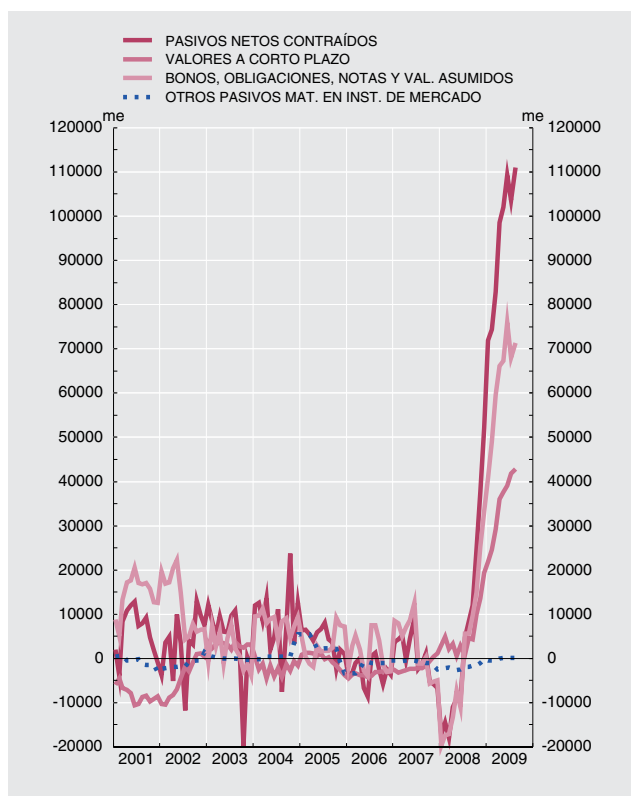
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

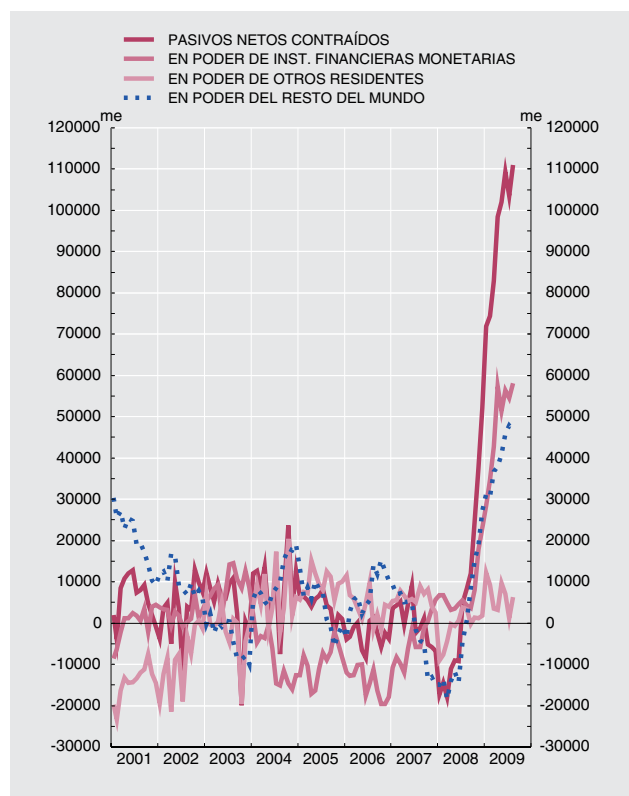
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual	Depósitos en el Banco de España	Total	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
											Total	Instituciones financieras monetarias			Otros sectores residentes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 212	4 574	11 515	209	-6 629	19 592	-499	-446	-503	-10 511	-7 605	-2 905	22 026	12 018
00	-6 330	4 584	5 690	10 914	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 686	-22 009	-10 117	-11 892	32 924	8 228
01	-5 076	-5 973	-20 141	-897	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 202	-10 103	4 424	-14 527	9 206	305
02	-4 780	2 783	-95	7 563	-888	346	6 655	-486	1 488	-439	1 773	3 148	-1 374	5 790	8 002
03	-3 692	-5 850	0	-2 158	-135	3 146	-3 761	-486	-254	-803	7 817	8 551	-734	-9 975	-1 354
04	-10 762	1 866	0	12 628	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 486	-100	-6 347	-12 696	6 349	18 975	12 728
05	1 590	2 607	0	1 017	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 411	1 409	1 775	-8 257	10 032	-758	-392
06	5 005	1 293	-200	-3 712	175	-2 198	-2 976	-486	-418	2 365	-14 069	-17 968	3 899	10 357	-6 077
07	P 12 098	5 344	65	-6 754	-120	1 206	-4 916	-519	-2 495	-30	8 273	5 698	2 574	-15 026	-6 724
08	P -30 527	21 492	4 337	52 019	2 243	19 355	33 275	-520	-102	11	24 818	23 013	1 805	27 201	52 008
08 E-A	P -14 530	-5 474	-65	9 056	2 659	1 427	9 001	-520	-285	-567	617	-3 559	4 176	8 439	9 622
09 E-A	A -60 361	7 733	-4 401	68 094	781	24 957	47 036	-535	-11	-3 352	40 134	31 484	8 651	27 960	71 447
08 Dic	P -16 513	-430	-12 503	16 083	2	4 714	10 602	-	203	564	10 188	7 484	2 704	5 895	15 519
09 Ene	A 722	11 613	3 998	10 891	3	5 821	-7 170	-	-24	12 263	6 676	5 737	939	4 215	-1 373
09 Feb	A 4 591	8 317	1 500	3 726	2	1 714	13 701	-	-11	-11 679	2 437	6 817	-4 380	1 289	15 404
09 Mar	A -12 907	-1 846	-3 498	11 061	780	3 916	11 559	-	-56	-4 359	7 338	6 110	1 228	3 723	15 420
09 Abr	A 1 034	17 507	13 478	16 473	-14	5 475	11 321	-535	-6	220	11 728	7 492	4 236	4 745	16 254
09 May	A -12 992	-4 662	-6 980	8 330	2	940	8 248	-	13	-871	4 372	389	3 983	3 958	9 201
09 Jun	A -19 066	-6 912	-8 999	12 154	3	1 141	11 477	-	31	-495	8 097	8 433	-336	4 057	12 649
09 Jul	A -11 083	-12 376	-3 906	-1 293	2	2 862	-6 468	-	27	2 286	-6 006	-5 437	-569	4 713	-3 579
09 Ago	A -10 660	-3 907	6	6 753	2	3 089	4 366	-	16	-718	5 493	1 943	3 550	1 260	7 471

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

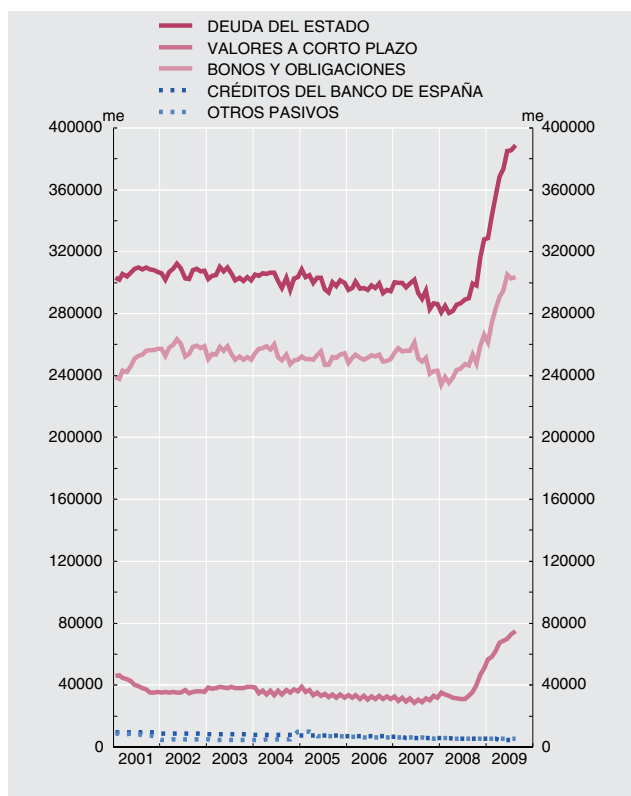
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

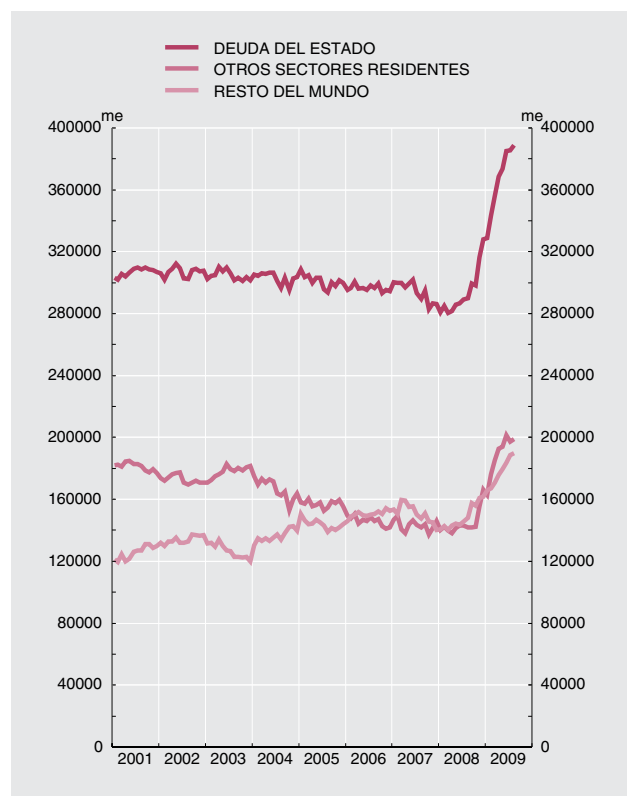
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)	
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03		301 503	5 105	38 702	250 337	7 873	4 591	192 426	10 952	181 474	120 029	300	6 821
04		303 563	3 267	35 996	250 125	7 388	10 055	183 276	19 412	163 863	139 700	300	7 186
05		299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020
06		294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794
07		286 349	355	31 644	243 246	5 832	5 626	171 657	25 551	146 106	140 243	165	6 162
08 Dic	P	327 929	63	50 790	266 385	5 249	5 505	200 608	34 458	166 150	161 779	4 502	8 152
09 Ene	A	328 874	67	56 556	261 588	5 249	5 481	198 435	35 558	162 877	165 997	8 500	8 051
Feb	A	343 342	67	58 211	274 413	5 249	5 470	211 289	35 226	176 063	167 280	10 000	15 106
Mar	A	356 238	64	62 154	283 421	5 249	5 414	221 499	36 178	185 320	170 918	6 502	22 453
Abr	A	368 574	67	67 566	290 935	4 665	5 407	232 472	39 564	192 908	175 666	19 980	34 048
May	A	373 511	69	68 521	294 904	4 665	5 421	235 942	42 059	193 883	179 628	13 000	39 874
Jun	A	385 249	70	70 007	305 125	4 665	5 451	243 295	41 734	201 562	183 687	4 001	46 398
Jul	A	385 526	70	72 719	302 663	4 665	5 478	239 859	42 732	197 127	188 400	95	46 949
Ago	A	388 588	68	75 053	303 376	4 665	5 494	244 508	45 621	198 887	189 701	101	47 191

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

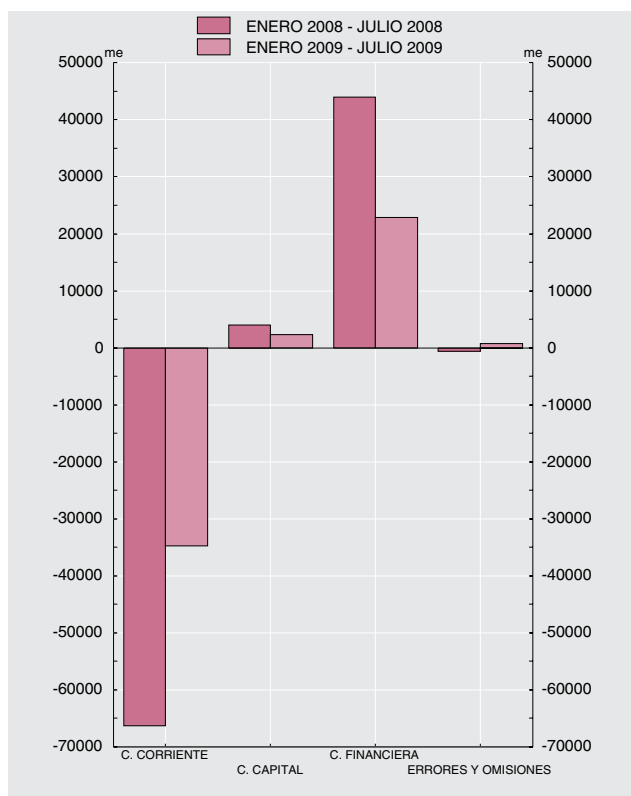
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

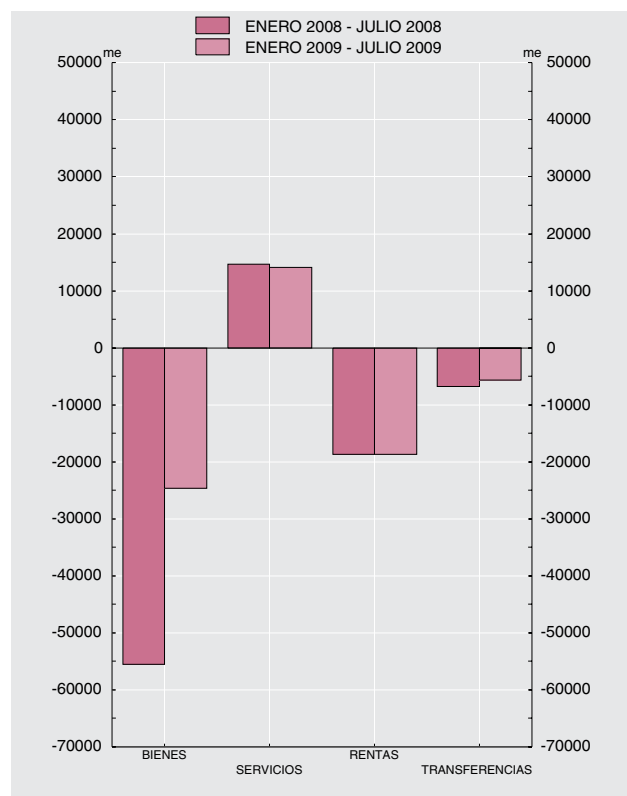
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omision- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>06</b>	-88 313	-83 246	175 808	259 054	22 235	84 761	40 715	62 525	13 266	-20 799	47 701	68 500	-6 503	6 194	-82 118	85 624	-3 506	
<b>07</b>	P-105 378	-91 246	192 613	283 859	23 076	93 234	42 061	70 158	14 360	-30 142	56 827	86 969	-7 067	4 578	-100 800	101 066	-265	
<b>08</b>	P-104 412	-87 660	193 899	281 559	26 265	97 513	41 901	71 248	13 834	-33 782	60 991	94 773	-9 235	5 506	-98 906	95 471	3 435	
<b>08 E-J</b>	P -66 323	-55 528	118 171	173 700	14 662	55 497	23 576	40 835	7 807	-18 657	37 663	56 320	-6 800	4 041	-62 282	62 844	-562	
<b>09 E-J</b>	P -34 795	-24 622	94 379	119 001	14 129	50 409	21 165	36 281	6 630	-18 670	32 034	50 704	-5 631	2 343	-32 452	31 695	756	
<b>08 Abr</b>	P -9 143	-7 433	18 528	25 961	1 315	7 181	2 613	5 866	1 025	-2 069	4 768	6 837	-955	264	-8 879	8 355	524	
<b>May</b>	P -9 201	-7 428	17 130	24 558	2 577	7 745	3 533	5 169	820	-3 617	5 669	9 286	-733	976	-8 225	9 148	-922	
<b>Jun</b>	P -7 918	-8 101	15 929	24 030	3 024	9 115	4 115	6 090	1 299	-2 604	5 466	8 070	-237	250	-7 669	9 130	-1 462	
<b>Jul</b>	P -7 752	-7 419	17 689	25 108	3 942	10 562	5 143	6 619	1 320	-3 784	6 549	10 333	-492	318	-7 434	7 523	-89	
<b>Ago</b>	P -7 118	-7 214	12 464	19 679	3 986	9 691	5 398	5 706	1 454	-3 107	3 245	6 352	-782	414	-6 703	7 267	-564	
<b>Sep</b>	P -8 083	-6 719	17 825	24 543	2 585	9 027	4 461	6 443	1 313	-3 061	4 241	7 302	-888	379	-7 704	7 353	351	
<b>Oct</b>	P -7 707	-6 093	17 194	23 286	2 503	8 964	3 852	6 461	1 298	-3 042	5 267	8 310	-1 075	212	-7 495	7 160	335	
<b>Nov</b>	P -8 555	-5 523	14 738	20 261	1 687	6 986	2 512	5 298	1 038	-3 547	4 265	7 812	-1 173	251	-8 304	7 933	372	
<b>Dic</b>	P -6 626	-6 583	13 506	20 090	843	7 349	2 102	6 506	924	-2 368	6 309	8 677	1 482	209	-6 417	2 914	3 503	
<b>09 Ene</b>	P -5 917	-4 115	11 444	15 558	1 377	6 581	2 486	5 204	948	-2 765	4 650	7 415	-415	340	-5 577	6 242	-665	
<b>Feb</b>	P -9 064	-5 492	12 782	18 275	1 196	6 326	2 077	5 130	890	-2 826	3 260	6 087	-1 941	238	-8 826	5 182	3 644	
<b>Mar</b>	P -6 213	-3 227	14 138	17 365	1 255	6 508	2 441	5 253	829	-3 319	4 706	8 025	-922	374	-5 839	7 258	-1 419	
<b>Abr</b>	P -4 402	-3 229	13 611	16 840	1 412	6 625	2 520	5 213	946	-1 522	5 114	6 636	-1 063	911	-3 491	1 686	1 805	
<b>May</b>	P -4 200	-2 911	13 259	16 171	2 527	7 044	3 177	4 517	689	-3 363	4 535	7 899	-452	119	-4 081	4 909	-828	
<b>Jun</b>	P -2 952	-2 849	14 248	17 097	2 743	7 920	3 749	5 178	1 147	-2 396	4 418	6 814	-450	126	-2 826	3 339	-513	
<b>Jul</b>	P -2 046	-2 799	14 897	17 696	3 619	9 405	4 716	5 786	1 181	-2 479	5 350	7 829	-387	235	-1 811	3 080	-1 268	

### RESUMEN



### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).



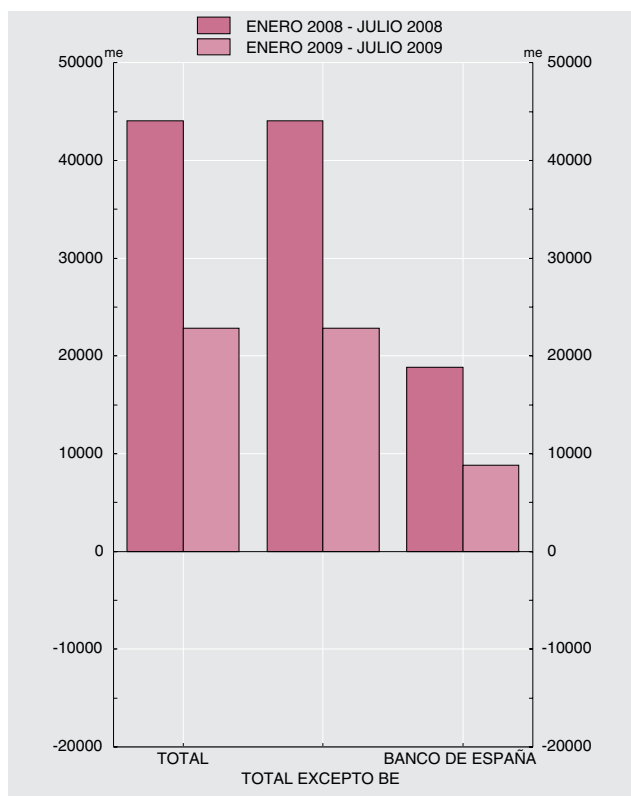
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

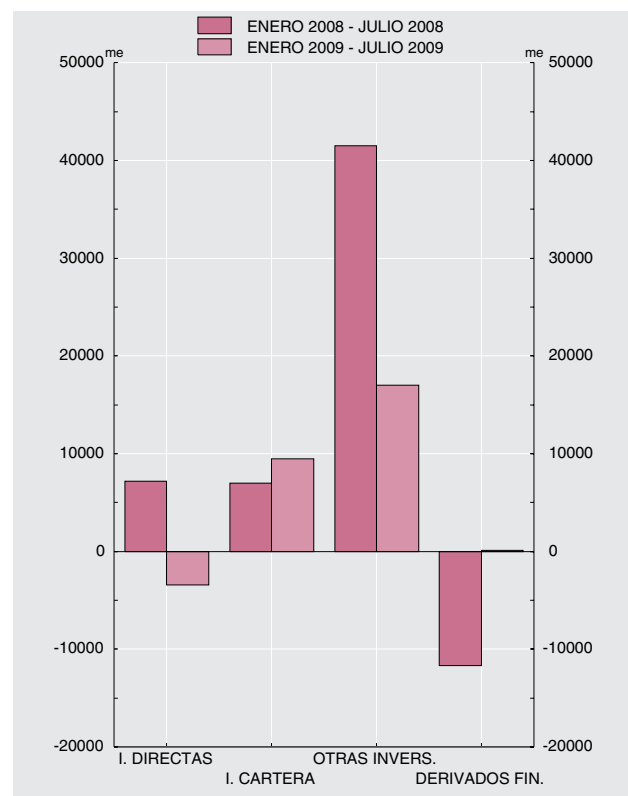
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11
<b>06</b>	85 624	111 425	-58 547	83 100	24 554	199 615	-3 928	195 687	-31 647	66 093	34 446	2 003	-25 800	-480	-12 327	-12 993
<b>07</b>	P101 066	86 743	-50 902	101 191	50 289	104 779	-8 601	96 178	37 025	57 196	94 221	-4 159	14 322	-164	28 329	-13 843
<b>08</b>	P 95 471	65 334	-6 913	54 662	47 749	3 763	-21 869	-18 106	76 284	14 822	91 106	-7 800	30 137	-645	31 713	-931
<b>08 E-J</b>	P 62 844	44 030	7 152	29 745	36 898	7 006	-7 480	-474	41 521	49 080	90 601	-11 649	18 815	119	16 641	2 054
<b>09 E-J</b>	P 31 695	22 849	-3 439	15 744	12 305	9 455	818	10 273	17 018	-19 480	-2 462	-186	8 847	-939	4 286	5 499
<b>08 Abr</b>	P 8 355	-7 698	-95	3 140	3 044	1 329	-2 789	-1 460	-7 175	16 631	9 456	-1 757	16 053	47	15 869	137
<b>May</b>	P 9 148	11 635	-2 900	4 320	1 420	17 178	-2 114	15 064	1 258	9 897	11 155	-3 901	-2 487	61	-3 443	894
<b>Jun</b>	P 9 130	10 419	5 772	6 140	11 913	9 456	-2 081	7 375	-3 912	14 538	10 626	-898	-1 289	87	-2 056	681
<b>Jul</b>	P 7 523	-327	-648	4 146	3 498	8 547	-745	7 802	-6 245	1 828	-4 417	-1 980	7 850	-184	8 024	10
<b>Ago</b>	P 7 267	1 785	-3 966	3 406	-561	8 855	-107	8 748	-3 724	9 980	6 256	6 256	5 482	-146	5 621	7
<b>Sep</b>	P 7 353	9 465	-1 494	5 004	3 511	4 132	-4 325	-193	6 660	-11 901	-5 240	167	-2 112	-100	-1 569	-444
<b>Oct</b>	P 7 160	15 217	-4 593	6 993	2 400	-11 047	-10 171	-21 218	30 865	-12 481	18 384	-8	-8 057	-28	-5 640	-2 389
<b>Nov</b>	P 7 933	289	-1 696	4 006	2 310	-2 881	-458	-3 339	1 629	-6 558	-4 928	3 236	7 643	-318	8 131	-171
<b>Dic</b>	P 2 914	-5 452	-2 316	5 508	3 192	-2 302	673	-1 629	-669	-13 298	-13 967	-165	8 366	-172	8 528	10
<b>09 Ene</b>	P 6 242	9 263	-5 387	5 632	245	10 458	-7 057	3 402	3 841	7 521	11 362	350	-3 021	-16	-2 439	-566
<b>Feb</b>	P 5 182	-9	-338	1 728	1 390	-4 163	-1 476	-5 639	4 895	-11 385	-6 490	-403	5 191	-84	4 972	303
<b>Mar</b>	P 7 258	9 945	-5 306	3 483	-1 823	2 014	1 379	3 393	13 868	-9 169	4 699	-630	-2 687	-165	-5 382	2 859
<b>Abr</b>	P 1 686	6 999	596	2 555	3 152	768	-103	665	2 713	-2 322	391	2 922	-5 313	-19	-6 379	1 085
<b>May</b>	P 4 909	2 511	-70	491	421	-2 664	5 148	2 484	5 739	-5 092	646	-494	2 398	-120	1 177	1 340
<b>Jun</b>	P 3 339	-5 812	8 419	13	8 432	-6 223	6 721	498	-6 694	8 438	1 744	-1 314	9 151	-187	8 321	1 017
<b>Jul</b>	P 3 080	-48	-1 354	1 842	488	9 265	-3 795	5 470	-7 344	-7 471	-14 815	-615	3 128	-348	4 015	-540

**CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)**



**CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)**



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

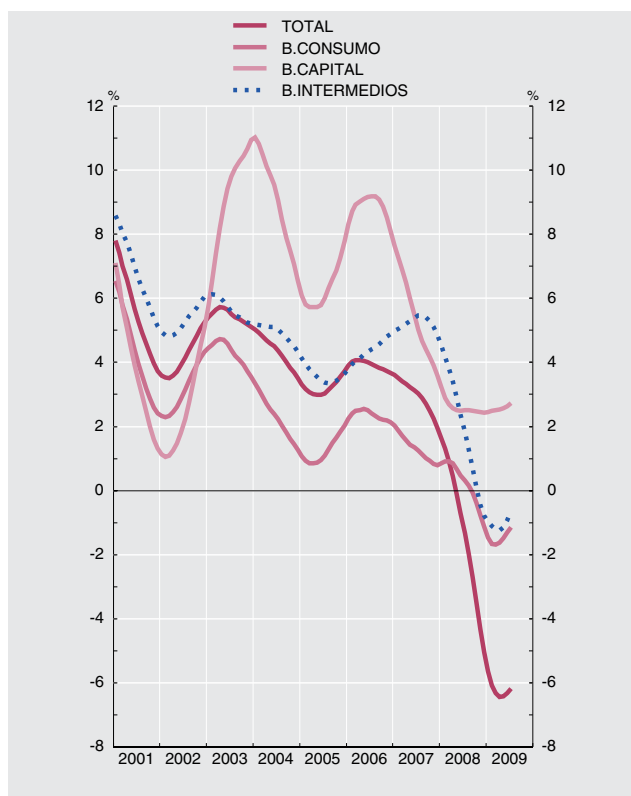
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-4,9	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,0	5,9	2,0	11,0	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,3	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,8	8,4	17,7	4,2	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,4	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	P 188 184	3,9	1,8	4,0	-2,7	1,1	22,3	0,5	1,9	1,4	1,8	3,0	31,3	-2,1	8,0	2,7
<b>08 Jun</b>	P 15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	11,9	-32,5	20,8	0,6
<b>Jul</b>	P 17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,1	5,1	16,6	74,3	37,3	16,2	23,9
<b>Ago</b>	P 12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,7	-2,3	-1,8	24,8	7,1	-0,4	18,8
<b>Sep</b>	P 17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	42,9	39,8	-10,5	18,8
<b>Oct</b>	P 16 672	-0,2	-0,3	-1,3	10,5	-1,5	9,7	-2,0	-2,8	-3,0	-2,4	-4,3	53,0	-8,7	-24,8	6,2
<b>Nov</b>	P 14 289	-13,8	-16,5	-5,3	-30,9	-21,1	-7,0	-21,8	-15,5	-14,2	-14,2	13,9	-15,0	-10,6	-28,5	-14,1
<b>Dic</b>	P 13 142	-7,4	-8,6	3,9	-0,3	-17,8	-10,1	-18,2	-13,1	-10,7	-11,6	19,1	56,4	20,8	-0,2	-9,8
<b>09 Ene</b>	P 11 092	-25,7	-23,6	-16,4	-31,5	-27,3	-16,5	-27,8	-25,5	-22,6	-25,7	-21,1	-2,3	-30,2	-46,1	-19,9
<b>Feb</b>	P 12 401	-25,4	-20,7	-17,8	1,9	-26,3	-15,0	-26,7	-29,5	-27,0	-28,0	-22,1	27,3	-19,6	-27,0	2,9
<b>Mar</b>	P 13 714	-13,6	-9,5	2,1	-16,3	-16,7	-35,9	-15,6	-17,5	-16,1	-15,0	-4,4	18,9	8,1	-7,4	36,8
<b>Abr</b>	P 13 192	-26,6	-22,6	-13,8	-28,5	-27,6	-45,2	-26,7	-23,8	-21,1	-25,7	-34,3	-6,3	-26,7	-26,5	-3,6
<b>May</b>	P 12 893	-22,4	-15,4	-9,6	-34,1	-16,2	-1,7	-16,9	-23,7	-22,6	-22,4	-19,4	-2,8	-22,2	-12,6	-5,1
<b>Jun</b>	P 13 896	-10,1	-4,7	5,9	-12,5	-10,2	-20,8	-9,6	-11,7	-9,6	-10,8	-17,5	25,8	-15,8	0,1	-1,8
<b>Jul</b>	P 14 475	-15,8	-9,3	-0,1	-10,0	-15,2	-36,2	-13,9	-13,0	-12,2	-12,6	-11,4	-21,1	-20,3	-15,6	-19,7

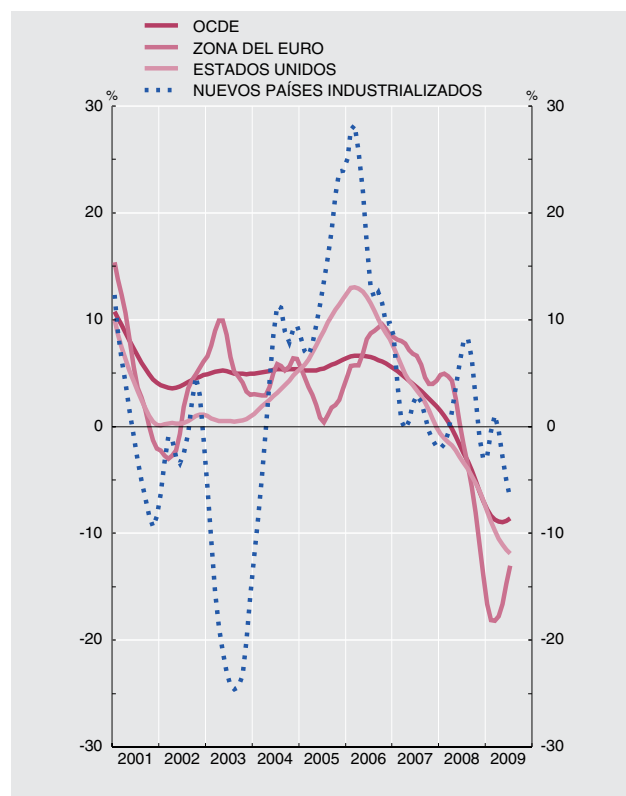
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

## 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

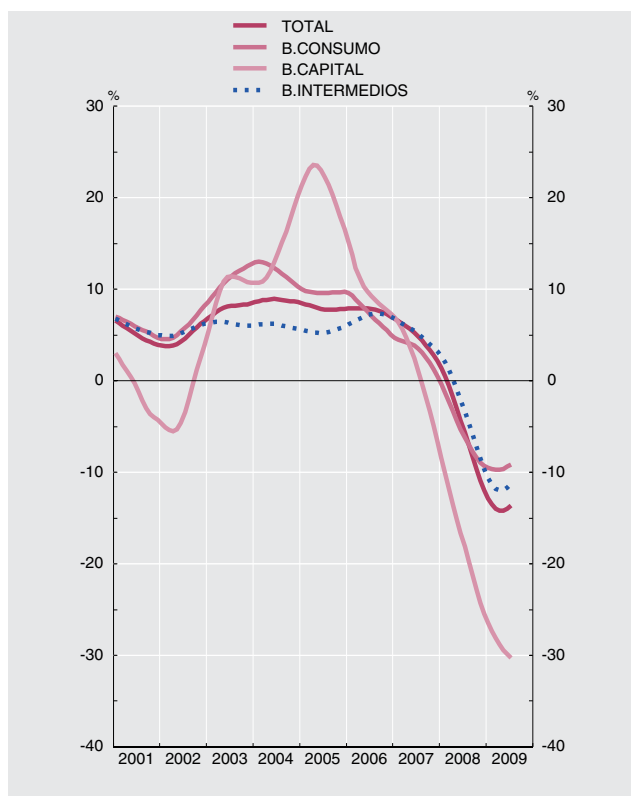
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-0,5	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	13,4	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	39,2	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	8,0	8,5	14,7	24,9	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-4,8	-6,8	28,7	-3,7
<b>08 Jun</b>	P 24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,3	-11,1	24,2	56,9	24,6	13,5	-24,3
<b>Jul</b>	P 25 201	5,1	0,1	-4,0	-7,8	3,0	22,2	-1,2	-5,4	-7,4	-5,6	22,5	35,5	31,6	15,8	-17,9
<b>Ago</b>	P 19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-10,9	-10,2	-1,4	47,2	3,2	-0,7	-7,9
<b>Sep</b>	P 24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,4	-1,7	2,5	40,9	5,8	17,8	-11,1
<b>Oct</b>	P 23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-15,6	-15,1	-18,3	30,1	-20,3	-7,6	-10,6
<b>Nov</b>	P 20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,7	-22,3	-12,0	13,3	-9,4	-26,3	-21,3
<b>Dic</b>	P 20 072	-16,5	-18,0	-14,0	-25,7	-18,4	-4,3	-22,1	-24,1	-27,4	-19,2	24,4	-4,3	-4,0	9,3	-29,4
<b>09 Ene</b>	P 15 591	-35,3	-30,1	-16,4	-32,3	-34,8	-32,9	-35,3	-32,5	-31,1	-33,8	-28,9	-50,0	-31,6	-28,0	-34,8
<b>Feb</b>	P 18 268	-26,0	-20,3	-3,5	-35,4	-24,9	10,6	-32,3	-26,0	-25,4	-26,1	-3,4	-7,5	-22,4	-26,2	-34,0
<b>Mar</b>	P 17 372	-31,8	-26,2	-9,0	-26,3	-32,3	-35,6	-31,3	-28,0	-28,1	-26,8	-21,5	-36,9	-7,8	-22,4	-22,5
<b>Abr</b>	P 16 828	-35,3	-29,2	-17,1	-37,6	-32,5	-21,3	-35,1	-31,8	-32,0	-32,1	-22,9	-38,8	-29,6	-35,2	-33,6
<b>May</b>	P 16 160	-34,3	-26,9	-19,8	-32,3	-29,0	-7,3	-33,4	-29,9	-30,6	-31,7	-31,1	-42,8	-45,1	-39,9	-31,3
<b>Jun</b>	P 17 131	-29,0	-20,5	-7,4	-35,2	-23,5	-19,7	-24,5	-19,8	-21,3	-22,5	-19,8	-52,5	-36,7	-35,1	-51,2
<b>Jul</b>	P 17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-24,3	-26,1	-25,1	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9

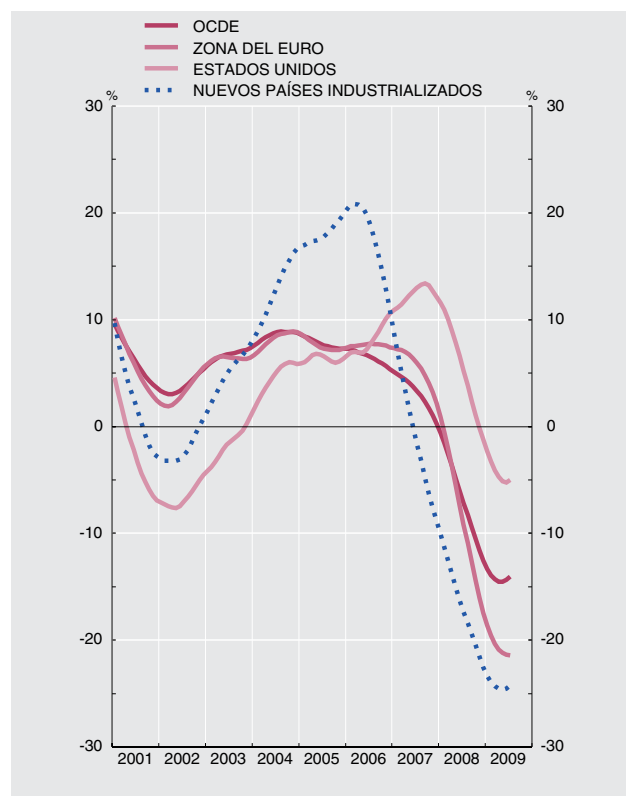
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR AREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

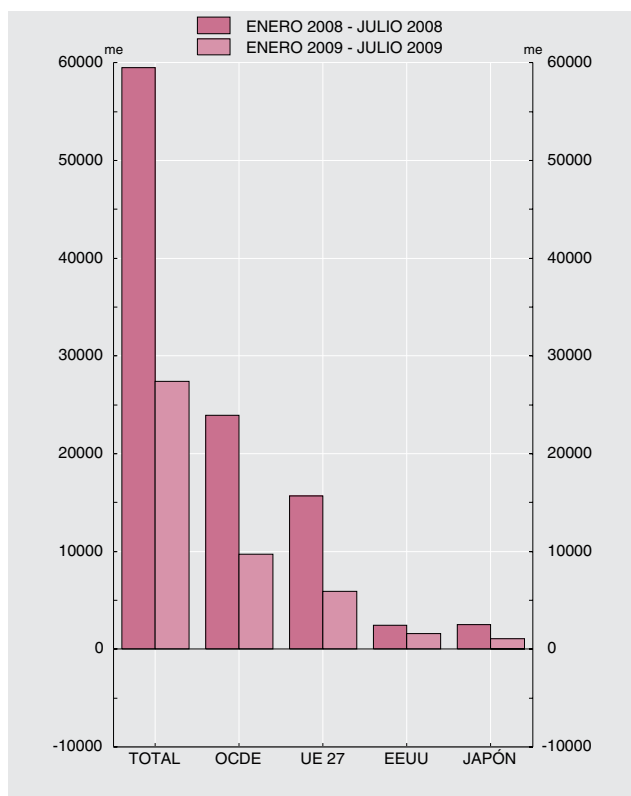
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

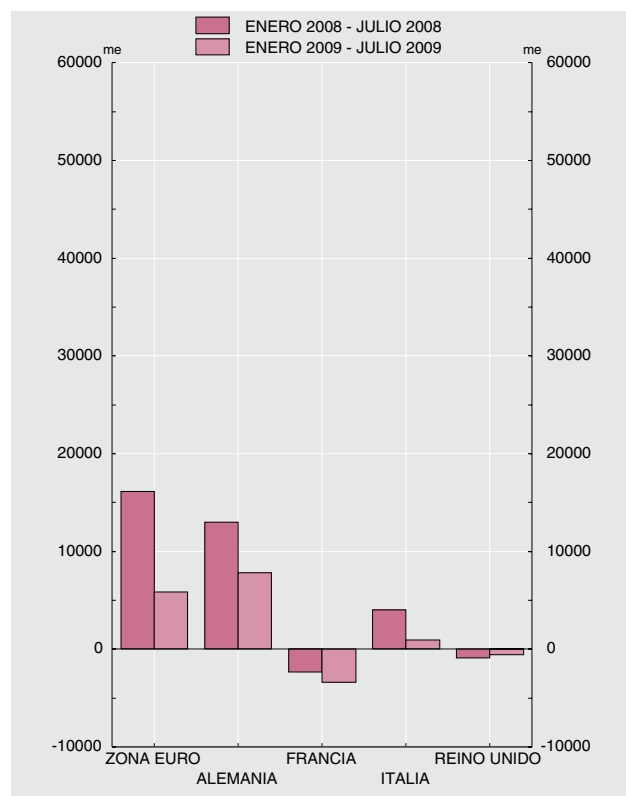
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					13	14	15	
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			12				
			3	Del cual:			7		8	10	11					
				Total	Alemania	Francia										Italia
<b>03</b>	-46 995	-19 057	-19 120	-13 731	-3 239	-3 517	63	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 146	-1 467	-5 629	-2 600	
<b>04</b>	-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 321	-1 784	-7 369	-3 104	
<b>05</b>	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-14 136	-3 089	-10 182	-3 411	
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 576	-3 316	-12 647	-4 564	
<b>07</b>	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 423	-3 477	-16 366	-4 347	
<b>08</b>	-94 067	-25 314	-25 188	-20 054	3 865	-6 350	-125	418	-38 121	-3 479	-3 626	-22 158	-5 061	-17 903	-3 321	
<b>08 Jun</b>	P	-8 662	-2 064	-2 052	-1 726	366	-417	-12	-40	-3 386	-310	-378	-2 558	-523	-1 467	-373
<b>Jul</b>	P	-8 012	-2 061	-2 044	-1 736	477	-769	-17	-5	-2 895	-266	-179	-1 769	-488	-1 783	-234
<b>Ago</b>	P	-7 597	-2 121	-2 093	-1 091	-199	-472	-28	-6	-2 933	-195	-150	-2 174	-379	-1 578	-196
<b>Sep</b>	P	-7 433	-1 262	-1 349	-1 489	604	-446	86	93	-2 222	-262	-250	-1 972	-590	-1 861	-279
<b>Oct</b>	P	-6 645	-1 780	-1 800	-1 622	492	-408	20	9	-2 633	-185	-242	-1 910	-336	-1 454	-278
<b>Nov</b>	P	-5 948	-1 939	-1 780	-1 372	441	-541	-159	-145	-2 682	-126	-200	-1 285	-406	-1 291	-293
<b>Dic</b>	P	-6 930	-2 559	-2 015	-1 508	210	-434	-544	-404	-3 724	-269	-282	-1 347	-208	-1 288	-241
<b>09 Ene</b>	P	-4 498	-511	-531	-1 034	662	-154	20	33	-1 235	-265	-166	-917	-343	-1 265	-199
<b>Feb</b>	P	-5 868	-2 335	-2 316	-1 289	-718	-271	-18	10	-3 071	-475	-125	-1 124	-199	-1 119	-130
<b>Mar</b>	P	-3 657	-395	-571	-1 242	773	-109	175	188	-1 110	-274	-169	-919	-344	-870	-124
<b>Abr</b>	P	-3 636	-832	-725	-1 236	659	-63	-107	20	-1 424	-293	-133	-831	-256	-884	-155
<b>May</b>	P	-3 266	-785	-849	-1 343	675	-134	63	163	-1 142	-132	-156	-887	-168	-793	-139
<b>Jun</b>	P	-3 235	-780	-591	-850	662	3	-190	31	-1 191	-235	-140	-829	-236	-885	-111
<b>Jul</b>	P	-3 231	-298	-270	-799	670	-200	-29	116	-550	110	-161	-990	-139	-1 080	-212

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

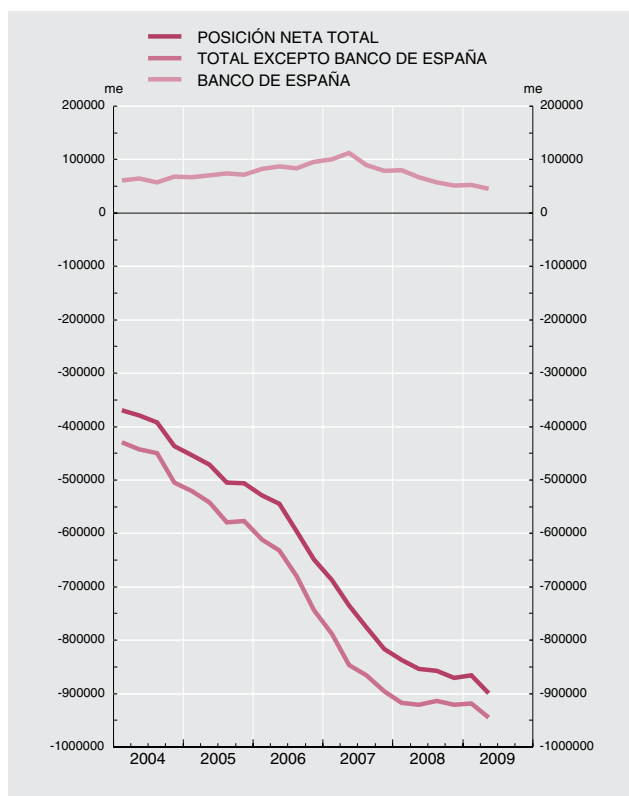
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

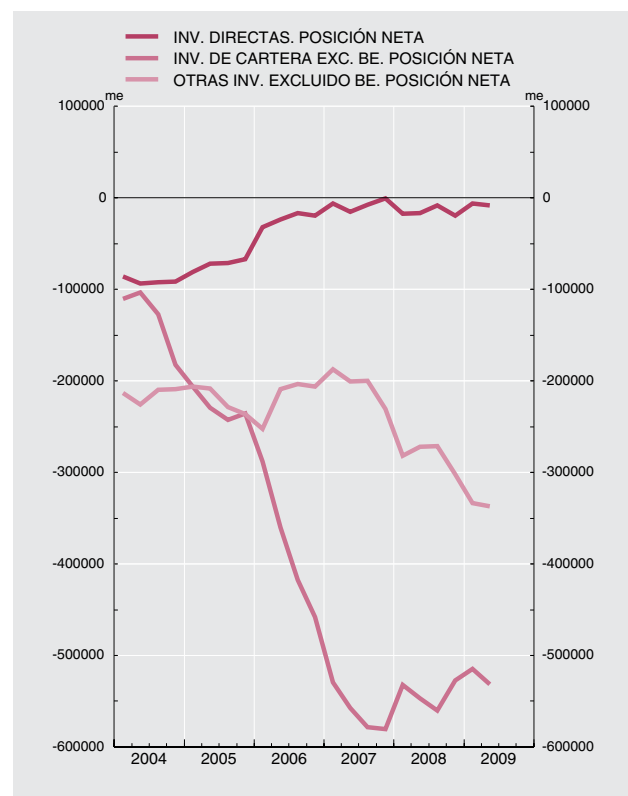
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1=
01	-242,5	-311,0	-38,2	162,9	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-303,1	-363,7	-89,2	156,0	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06 I	-544,7	-632,0	-23,8	308,9	332,7	-399,2	444,3	843,5	-209,0	299,5	508,5	-	87,3	14,6	32,2	40,5
06 II	-596,1	-679,5	-17,1	326,4	343,5	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	-	83,4	15,0	25,4	43,0
06 III	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-686,9	-787,3	-6,0	342,5	348,5	-582,4	461,0	1 043,3	-187,6	358,4	546,1	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
07 II	-734,7	-846,8	-15,0	355,2	370,2	-614,9	471,0	1 085,9	-200,9	361,7	562,6	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
07 III	-776,0	-865,6	-7,4	364,4	371,8	-640,2	455,2	1 095,4	-200,2	383,6	583,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
07 IV	-816,5	-895,4	-0,7	398,6	399,3	-645,0	443,3	1 088,3	-230,9	378,4	609,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-836,4	-917,1	-17,6	399,2	416,8	-596,7	420,7	1 017,4	-282,0	380,0	662,1	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
08 II	-853,4	-920,6	-16,6	417,2	433,8	-608,6	401,2	1 009,8	-272,0	416,3	688,3	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
08 III	-857,3	-914,3	-8,6	432,8	441,4	-622,9	387,7	1 010,5	-271,1	422,2	693,4	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
08 IV	-870,2	-921,1	-19,5	432,1	451,6	-593,1	361,6	954,7	-302,1	385,7	687,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	66,9
09 I	-865,8	-918,1	-6,6	446,9	453,5	-578,2	353,6	931,8	-333,4	374,0	707,3	0,0	52,2	15,7	-27,4	63,9
09 II	-899,6	-944,9	-8,7	455,2	463,9	-592,1	377,2	969,2	-336,9	369,8	706,8	-7,3	45,3	15,1	-30,5	60,7

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

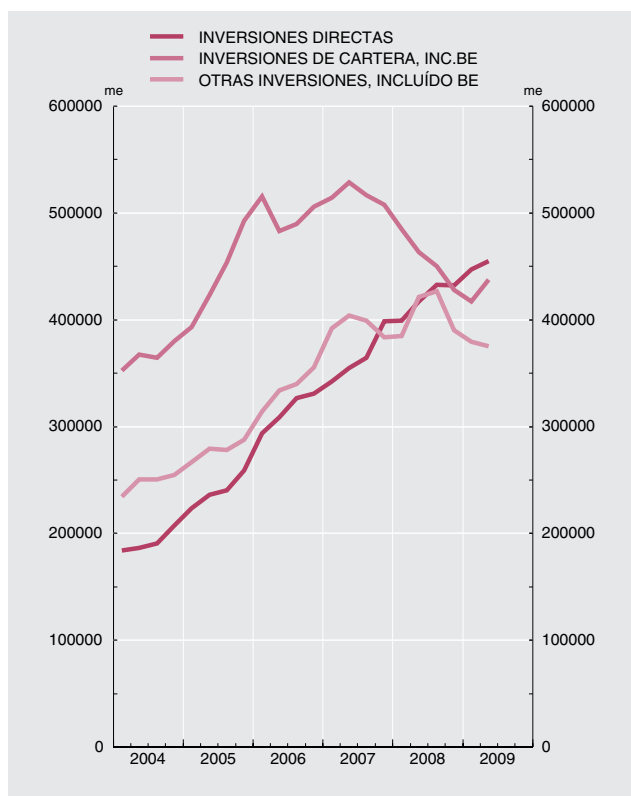
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

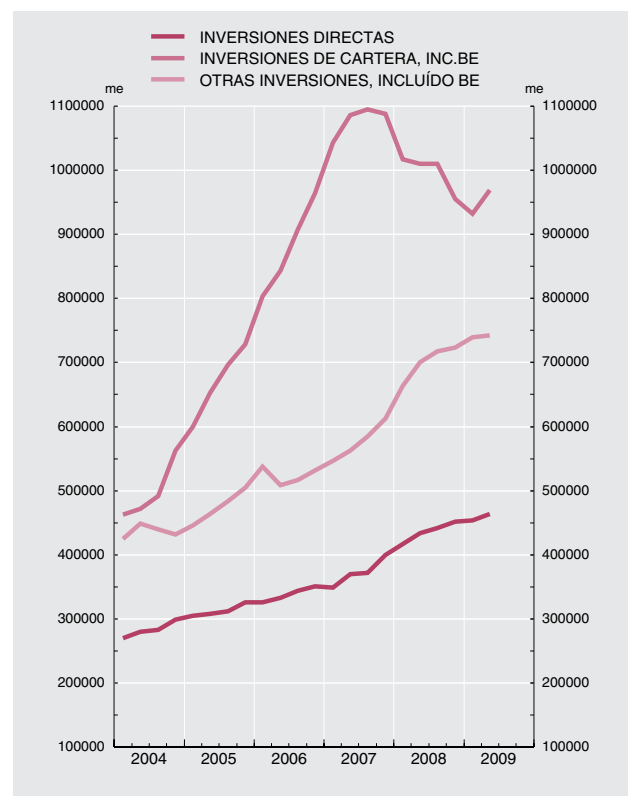
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>01</b>	142 688	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b> //	286 382	22 501	259 517	73 179	122 047	361 127	206 547	636 951	333 653	508 828	-	-
///	304 826	21 608	264 483	79 063	126 170	363 383	232 494	674 271	339 974	516 719	-	-
IV	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b> /	321 408	21 139	269 769	78 768	140 704	373 512	256 533	786 784	391 843	546 395	33 197	44 487
II	339 487	15 665	284 521	85 654	153 729	374 852	267 241	818 657	403 748	563 001	39 921	55 856
III	342 770	21 633	289 484	82 274	142 095	374 617	271 300	824 065	399 488	584 056	44 181	62 069
IV	371 734	26 861	308 503	90 777	134 762	372 789	283 669	804 609	383 640	612 824	44 642	63 487
<b>08</b> /	371 619	27 544	329 670	87 104	105 912	379 311	237 465	779 900	384 953	663 911	53 297	74 001
II	388 495	28 682	343 280	90 494	98 479	364 805	218 475	791 341	421 097	700 611	58 579	82 016
III	401 803	31 000	344 661	96 763	84 523	365 861	202 106	808 424	427 024	717 627	70 066	81 757
IV	400 982	31 117	348 355	103 202	64 880	362 907	172 711	782 022	390 481	723 071	108 228	114 023
<b>09</b> /	414 678	32 270	349 993	103 520	57 805	359 353	145 300	786 514	379 406	739 810	111 633	111 519
II	422 999	32 217	354 623	109 267	65 971	371 480	178 871	790 372	375 299	742 361	92 809	100 032

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

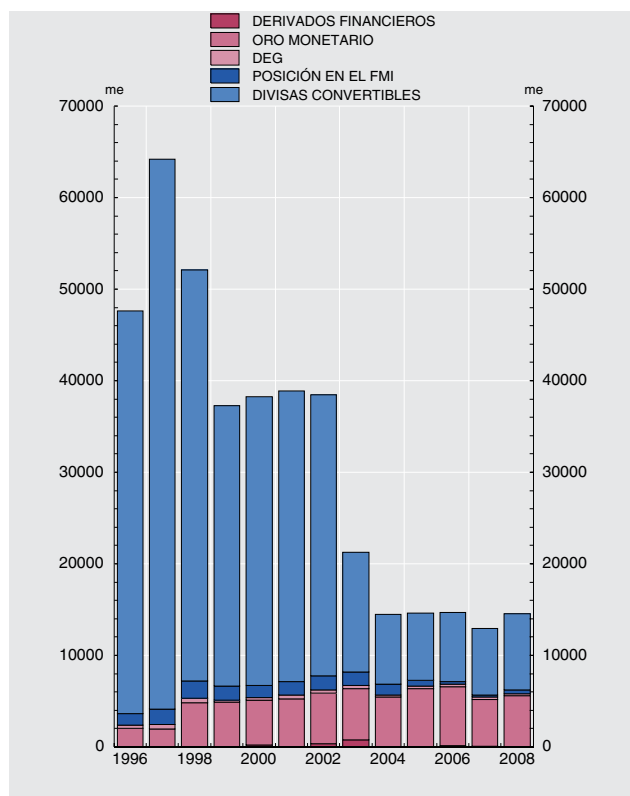
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

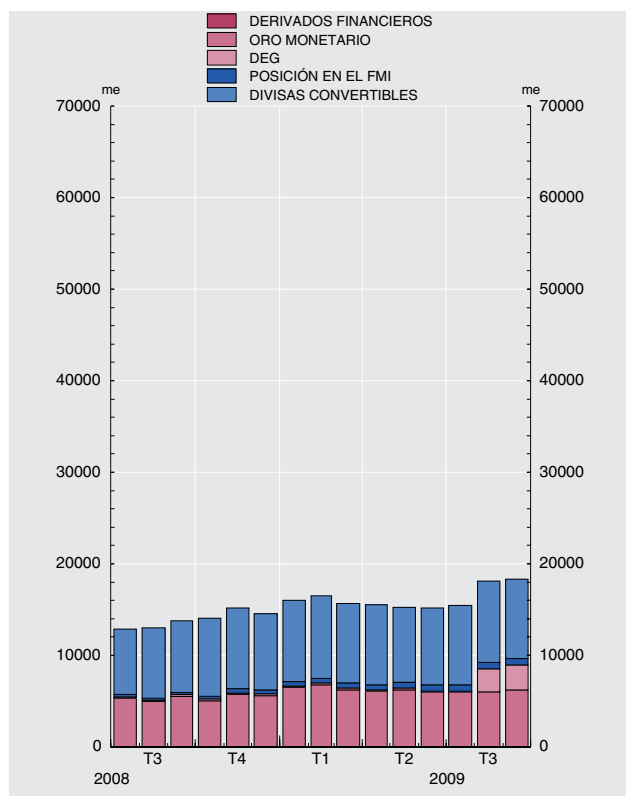
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>							
<i>Abr</i>	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
<i>May</i>	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
<i>Jun</i>	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
<i>Jul</i>	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
<i>Ago</i>	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
<i>Sep</i>	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
<i>Oct</i>	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
<i>Nov</i>	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
<i>Dic</i>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>							
<i>Ene</i>	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
<i>Feb</i>	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
<i>Mar</i>	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
<i>Abr</i>	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
<i>May</i>	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
<i>Jun</i>	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1
<i>Jul</i>	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
<i>Ago</i>	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
<i>Sep</i>	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>05</b> //	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
///	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06</b> /	1 238 533	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115
//	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
///	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<b>07</b> /	1 461 842	219 413	4 901	40	195 781	18 692	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
//	1 523 013	215 158	5 446	443	190 503	18 766	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
///	1 541 184	207 169	4 820	1 329	182 455	18 566	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 561 865	197 861	4 653	878	173 266	19 064	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08</b> /	1 587 835	194 230	6 329	558	167 692	19 651	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
//	1 642 035	196 219	5 594	161	170 922	19 542	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
///	1 680 791	212 336	9 722	493	182 155	19 966	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 664 543	227 258	12 330	2 098	191 968	20 863	-	766 316	12 214	400 693	249 210	104 200
<b>09</b> /	1 687 372	235 680	15 801	479	198 390	21 009	-	783 719	15 198	411 446	248 380	108 694
//	1 704 766	249 884	22 119	978	205 113	21 674	-	784 285	14 310	410 017	250 955	109 003

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>05</b> //	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
///	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
<b>06</b> /	535	535	322 731	2 905	19 500	417	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216
//	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010
///	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581
<b>07</b> /	322	322	455 347	5 303	21 641	550	317 258	109 329	334	931	128 663	50 034	78 629
//	423	423	481 336	5 418	26 985	1 066	336 291	110 223	331	1 021	141 355	50 486	90 868
///	277	277	493 659	2 553	21 864	854	345 252	121 804	339	992	133 063	52 229	80 834
IV	3 550	3 550	491 906	701	20 050	314	343 564	126 136	331	810	144 433	55 142	89 291
<b>08</b> /	1 855	1 855	479 197	927	19 569	431	328 226	128 317	320	1 407	144 025	56 315	87 709
//	12 326	12 326	489 321	6 217	20 854	1 369	327 505	131 811	317	1 248	150 083	61 376	88 706
///	24 276	24 276	496 947	18 093	22 958	1 213	318 792	134 540	323	1 028	154 740	62 286	92 455
IV	35 233	35 233	476 285	12 955	20 839	2 457	303 346	135 343	322	1 023	159 451	67 058	92 393
<b>09</b> /	32 491	32 491	474 435	19 446	17 376	2 989	289 298	143 471	356	1 498	161 048	68 639	92 410
//	35 596	35 596	462 968	18 172	16 262	2 141	279 702	144 843	349	1 498	172 033	79 676	92 357

FUENTE: BE.



**8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
<b>08 Abr</b>	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984
May	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099
Jul	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473
Ago	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420
Sep	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611
Oct	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
Nov	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
Dic	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
<b>09 Ene</b>	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402
Feb	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259
Mar	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027
Abr	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
May	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602
Jun	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107
Jul	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638
Ago	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755
Sep	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196

**8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas						
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)	
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28
<b>08 Abr</b>	47 940	18 749	29 240	-27	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121
May	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	23 987	11 228	72 960	24 559
Jul	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828
Ago	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465
Sep	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846
Oct	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837
Nov	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485
Dic	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916
<b>09 Ene</b>	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144
Feb	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964
Mar	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242
Abr	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611
May	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759
Jun	70 703	29 661	46 695	-118	-	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177
Jul	73 283	14 765	78 806	-940	-	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583
Ago	74 820	10 000	78 007	-845	-	2	12 345	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609
Sep	79 591	11 743	72 170	-722	-	4	3 604	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

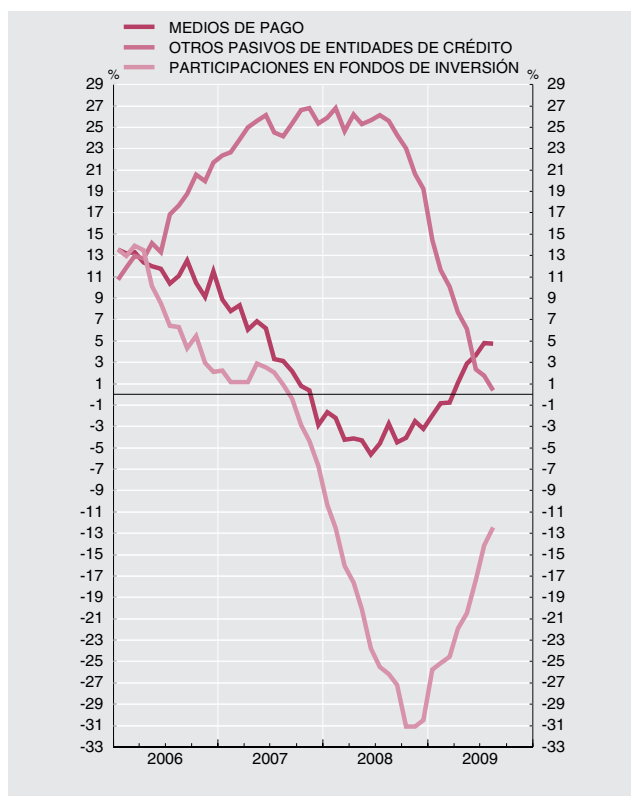
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

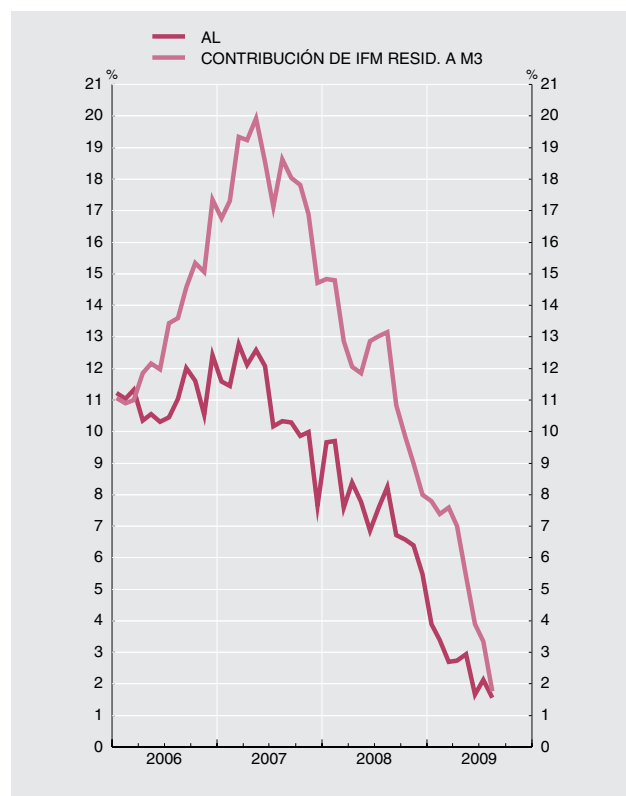
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>06</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	366 182	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
<b>07</b>	497 887	-2,9	2,3	-4,1	459 064	25,4	29,8	7,3	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,6	14,7
<b>08</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 396	19,2	24,3	-12,7	-8,9	145 876	-30,5	-16,2	-41,6	5,5	8,0
<b>08 May</b>	477 157	-4,3	-1,3	-5,0	505 643	25,3	31,5	-3,3	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	7,8	11,9
<b>Jun</b>	487 821	-5,6	-2,5	-6,3	518 654	25,6	30,7	-0,7	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	6,9	12,9
<b>Jul</b>	479 771	-4,6	-2,8	-5,0	524 170	26,1	31,7	-1,2	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,6	13,0
<b>Ago</b>	478 080	-2,8	-3,2	-2,7	531 918	25,6	31,8	-6,0	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,2	13,2
<b>Sep</b>	478 656	-4,5	-3,7	-4,7	535 006	24,3	29,6	-2,1	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,7	10,8
<b>Oct</b>	465 576	-4,1	1,2	-5,4	541 560	23,0	27,5	1,2	-18,8	151 857	-31,1	-15,4	-42,7	6,6	9,9
<b>Nov</b>	475 795	-2,5	0,9	-3,4	542 323	20,6	25,8	-6,4	-24,5	147 925	-31,1	-15,8	-42,7	6,4	9,0
<b>Dic</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 396	19,2	24,3	-12,7	-8,9	145 876	-30,5	-16,2	-41,6	5,5	8,0
<b>09 Ene</b>	473 030	-1,9	1,3	-2,8	538 781	14,4	19,9	-19,7	-23,7	150 181	-25,7	-18,2	-32,7	3,9	7,8
<b>Feb</b>	476 275	-0,8	1,4	-1,4	538 605	11,7	16,8	-22,4	-22,3	148 043	-25,1	-16,9	-32,9	3,4	7,4
<b>Mar</b>	477 051	-0,8	2,0	-1,4	538 079	10,1	15,5	-26,8	-21,3	144 862	-24,6	-17,6	-31,5	2,7	7,6
<b>Abr</b>	476 246	1,1	3,1	0,6	538 353	7,7	11,8	-20,4	-26,4	147 367	-21,9	-15,4	-28,5	2,7	7,0
<b>May</b>	490 903	2,9	3,6	2,7	536 746	6,2	9,7	-18,1	-25,5	146 355	-20,5	-14,4	-26,5	2,9	5,4
<b>Jun</b>	505 785	3,7	3,7	3,7	530 826	2,3	7,2	-25,7	-48,7	144 758	-17,4	-13,6	-21,2	1,7	3,9
<b>Jul</b>	502 730	4,8	4,0	5,0	533 273	1,7	5,8	-24,0	-41,4	145 806	-14,1	-10,3	-18,1	2,1	3,4
<b>Ago</b>	500 840	4,8	3,8	5,0	534 043	0,4	4,2	-23,7	-42,0	147 034	-12,5	-8,9	-16,2	1,6	1,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

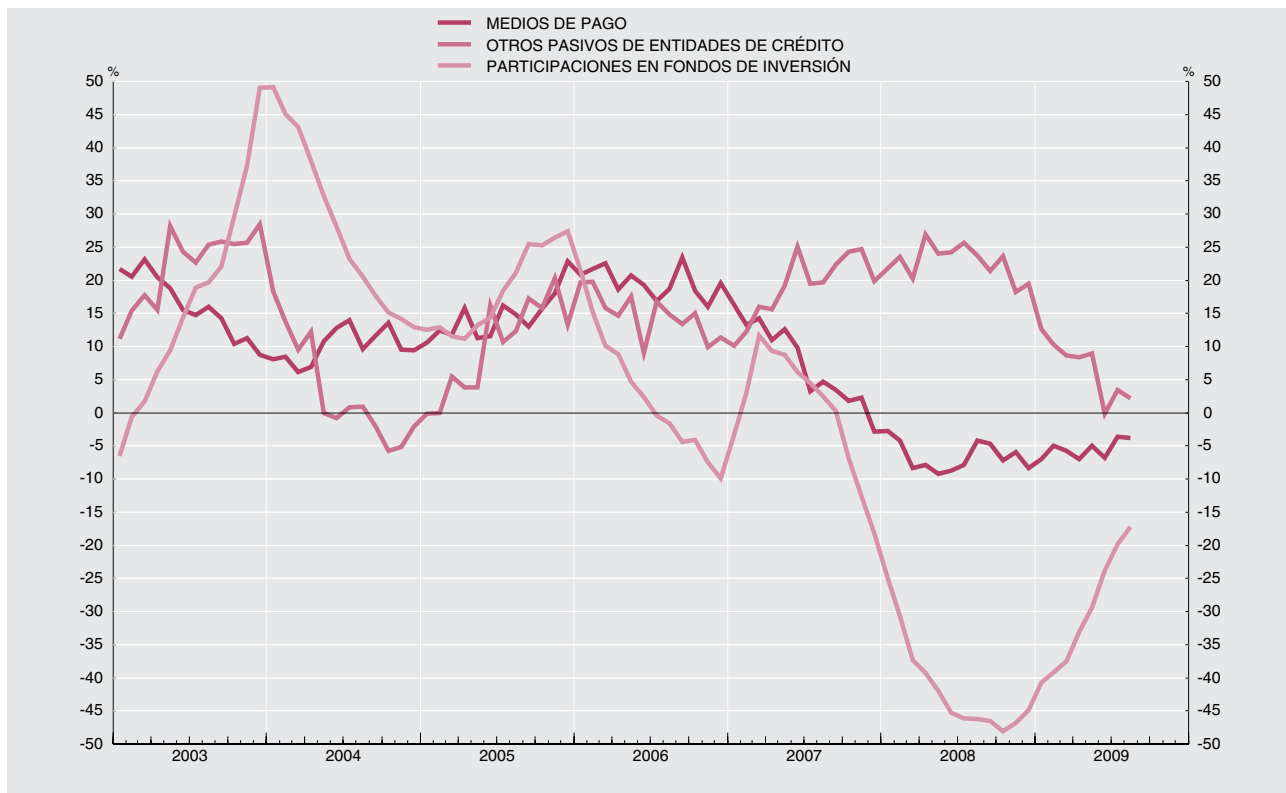
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>06</b>	137 357	19,6	78 695	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
<b>07</b>	133 469	-2,8	94 347	19,9	37,4	-8,2	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
<b>08</b>	122 377	-8,3	112 726	19,5	25,1	6,0	11 959	-44,9	-33,3	-53,8
<b>08</b>										
May	121 193	-9,2	103 490	24,0	43,1	-12,0	16 996	-41,9	-25,7	-53,3
Jun	125 284	-8,7	109 979	24,2	35,7	1,0	15 587	-45,3	-28,0	-57,4
Jul	118 279	-7,8	107 622	25,6	38,1	1,1	14 913	-46,2	-29,7	-57,9
Ago	120 854	-4,2	110 364	23,7	38,2	-3,2	14 573	-46,2	-31,9	-56,9
Sep	126 336	-4,6	111 241	21,5	30,6	3,6	13 946	-46,6	-33,4	-56,6
Oct	116 473	-7,2	113 887	23,6	28,9	12,0	12 858	-48,0	-34,1	-58,3
Nov	121 399	-6,0	110 577	18,2	23,1	6,8	12 333	-46,8	-33,8	-56,6
Dic	122 377	-8,3	112 726	19,5	25,1	6,0	11 959	-44,9	-33,3	-53,8
<b>09</b>										
Ene	116 487	-7,0	106 216	12,6	20,1	-6,3	12 351	-40,7	-35,5	-45,8
Feb	118 191	-4,9	106 707	10,3	16,8	-7,5	12 176	-39,2	-33,4	-44,9
Mar	116 255	-5,8	107 259	8,6	16,7	-13,3	11 915	-37,6	-32,8	-42,5
Abr	110 400	-7,0	110 363	8,4	11,7	-1,8	12 121	-33,1	-29,7	-36,7
May	115 209	-4,9	112 740	8,9	11,8	0,1	12 002	-29,4	-27,9	-31,0
Jun	116 810	-6,8	109 879	-0,1	8,2	-22,5	11 868	-23,9	-25,8	-21,5
Jul	114 047	-3,6	111 324	3,4	12,6	-21,3	11 954	-19,8	-21,3	-18,1
Ago	116 246	-3,8	112 813	2,2	12,2	-24,2	12 055	-17,3	-18,3	-16,0

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

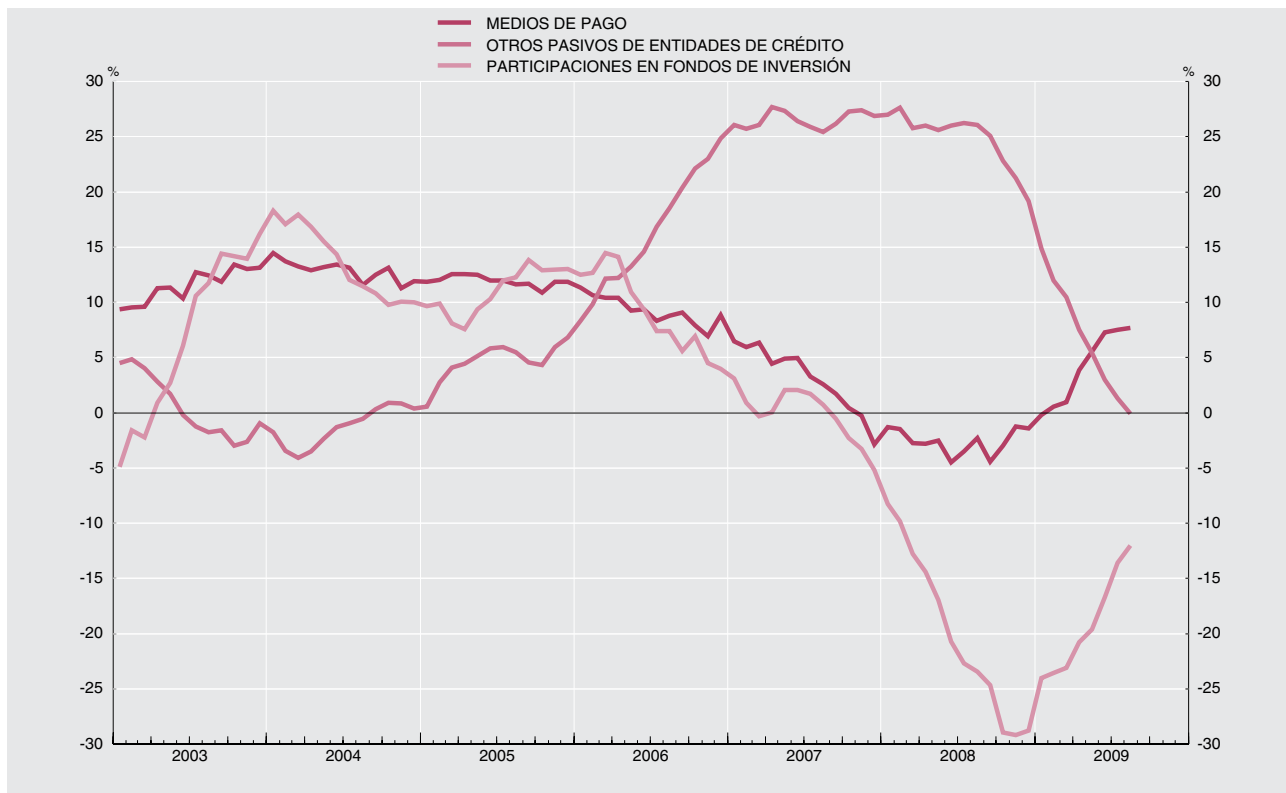
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 487	24,9	23,8	33,7	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07</b>	364 418	-2,9	2,9	-4,6	364 718	26,9	28,4	14,8	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 670	19,2	24,2	-25,7	133 917	-28,8	-14,2	-40,1
<b>08 May</b>	355 965	-2,5	0,1	-3,3	402 153	25,6	29,3	-2,4	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
<i>Jun</i>	362 537	-4,5	-1,0	-5,6	408 675	26,0	29,6	-1,0	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
<i>Jul</i>	361 492	-3,5	-1,2	-4,2	416 548	26,3	30,4	-5,8	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
<i>Ago</i>	357 226	-2,3	-1,5	-2,5	421 554	26,1	30,5	-8,7	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
<i>Sep</i>	352 319	-4,4	-1,8	-5,3	423 765	25,1	29,4	-10,6	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
<i>Oct</i>	349 103	-3,0	3,1	-5,0	427 674	22,8	27,2	-14,5	138 999	-28,9	-13,0	-40,8
<i>Nov</i>	354 396	-1,3	3,0	-2,6	431 746	21,3	26,3	-22,6	135 593	-29,2	-13,7	-41,0
<i>Dic</i>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 670	19,2	24,2	-25,7	133 917	-28,8	-14,2	-40,1
<b>09 Ene</b>	356 543	-0,2	3,3	-1,3	432 565	14,9	19,8	-30,7	137 830	-24,0	-16,2	-31,3
<i>Feb</i>	358 084	0,6	3,3	-0,3	431 898	12,0	16,7	-33,0	135 867	-23,5	-15,0	-31,6
<i>Mar</i>	360 796	1,0	3,6	0,1	430 820	10,5	15,2	-34,9	132 947	-23,1	-15,9	-30,3
<i>Abr</i> P	365 846	3,8	4,6	3,6	427 991	7,5	11,8	-34,8	135 246	-20,8	-13,8	-27,7
<i>May</i> P	375 694	5,5	4,9	5,7	424 006	5,4	9,3	-33,0	134 353	-19,6	-13,0	-26,1
<i>Jun</i> P	388 976	7,3	4,9	8,0	420 947	3,0	7,0	-36,2	132 890	-16,7	-12,3	-21,2
<i>Jul</i> P	388 683	7,5	4,9	8,4	421 949	1,3	4,4	-32,2	133 852	-13,6	-9,2	-18,1
<i>Ago</i> P	384 594	7,7	4,5	8,7	421 230	-0,1	2,6	-30,1	134 979	-12,0	-7,9	-16,3

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

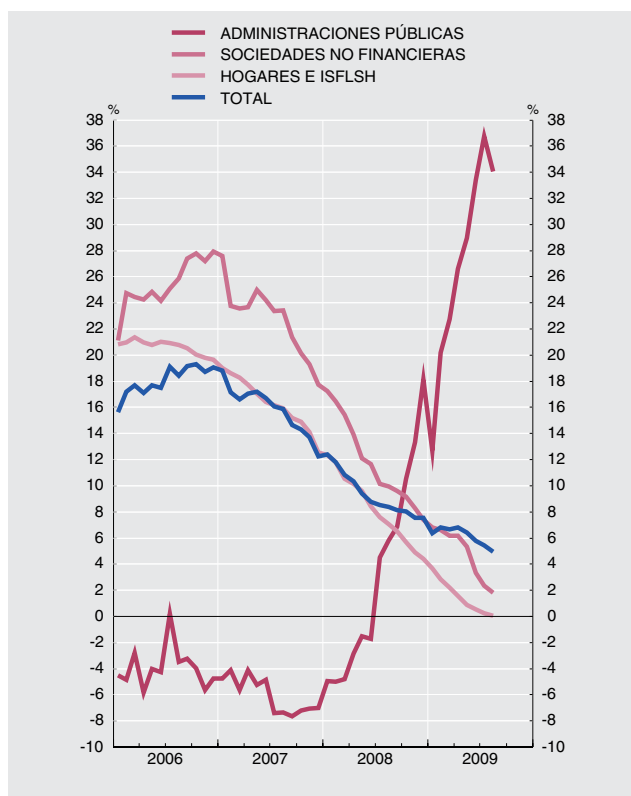
### 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

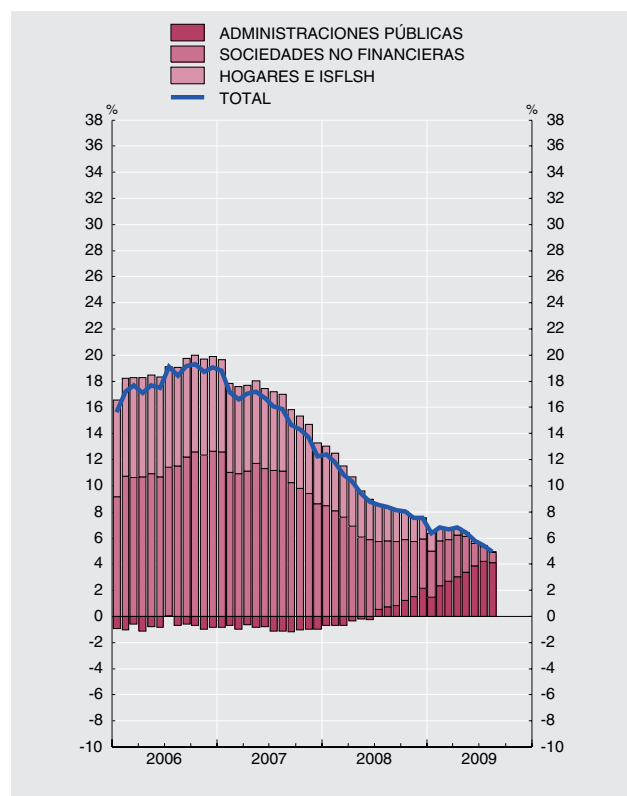
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH									
					Por sectores		Por instrumentos				Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Por sectores		Por instrumentos		
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior							Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
<b>06</b>	2 103 444	335 860	19,0	-4,7	24,2	27,9	19,6	24,4	134,2	15,9	-0,8	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9			
<b>07</b>	2 369 050	258 015	12,3	-7,0	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4			
<b>08</b>	2 547 314	179 119	7,6	18,2	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1			
<b>08 May</b>	2 433 716	19 736	9,4	-1,5	11,0	12,1	9,6	11,6	17,4	6,6	-0,2	9,6	6,1	3,5	8,6	0,3	0,8			
<b>08 Jun</b>	2 461 069	27 964	8,8	-1,7	10,3	11,7	8,4	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,9	3,1	7,5	0,3	1,2			
<b>08 Jul</b>	2 470 307	14 532	8,5	4,5	9,1	10,1	7,6	8,9	10,1	9,8	0,5	8,0	5,2	2,8	6,7	0,2	1,2			
<b>08 Ago</b>	2 485 857	14 392	8,4	5,8	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,6	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2			
<b>08 Sep</b>	2 499 554	11 262	8,1	6,8	8,3	9,6	6,5	7,8	6,9	11,8	0,8	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4			
<b>08 Oct</b>	2 502 734	1 705	8,0	10,5	7,7	9,2	5,7	7,4	6,7	9,6	1,2	6,8	4,7	2,1	5,6	0,1	1,1			
<b>08 Nov</b>	2 517 470	15 018	7,6	13,3	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,5	6,1	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0			
<b>08 Dic</b>	2 547 314	32 147	7,6	18,2	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1			
<b>09 Ene</b>	2 530 472	-19 668	6,3	12,7	5,5	6,8	3,7	4,9	17,9	7,8	1,5	4,9	3,5	1,4	3,7	0,3	0,9			
<b>09 Feb</b>	2 554 460	24 285	6,8	20,2	5,1	6,6	2,8	4,2	22,0	8,4	2,4	4,5	3,4	1,1	3,1	0,3	1,0			
<b>09 Mar</b>	2 567 763	13 864	6,7	22,7	4,5	6,2	2,2	3,3	26,5	9,3	2,7	4,0	3,2	0,8	2,5	0,4	1,1			
<b>09 Abr</b>	2 576 009	8 826	6,8	26,6	4,3	6,2	1,6	2,9	24,4	10,2	3,0	3,8	3,2	0,6	2,2	0,4	1,2			
<b>09 May</b>	2 587 575	12 175	6,4	28,9	3,5	5,3	0,9	2,2	18,0	9,7	3,4	3,1	2,8	0,3	1,6	0,3	1,2			
<b>09 Jun</b>	2 603 811	13 748	5,8	33,4	2,1	3,3	0,5	0,8	12,9	8,7	3,9	1,9	1,7	0,2	0,6	0,2	1,1			
<b>09 Jul</b>	2 609 151	6 241	5,4	36,7	1,5	2,4	0,2	-0,0	26,2	7,4	4,2	1,2	1,1	0,1	-0,0	0,4	0,8			
<b>09 Ago</b>	2 611 603	2 847	4,9	34,1	1,1	1,8	0,0	-0,5	24,2	8,0	4,1	0,8	0,8	0,0	-0,4	0,4	0,8			

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

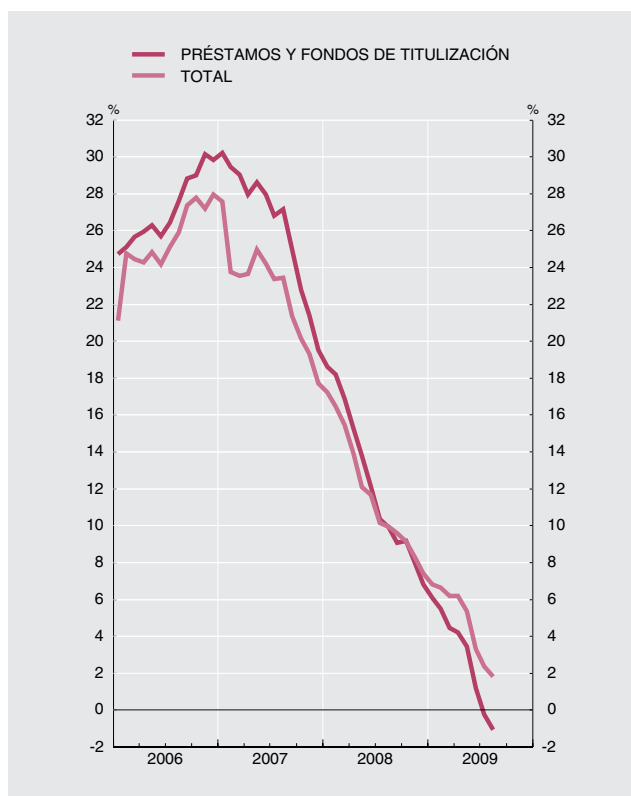
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

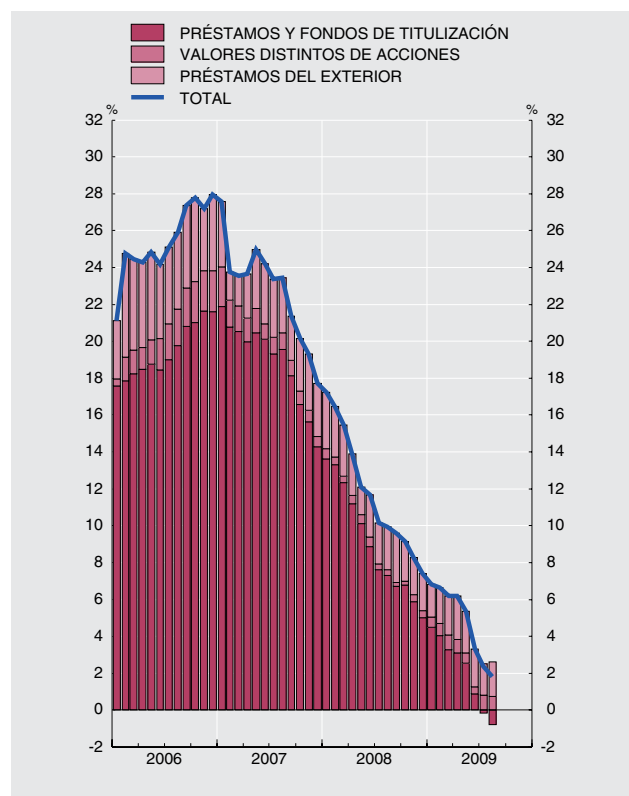
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total		
														del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	1 024 589	222 911	27,9	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 518	15,9	4,1	3 230
<b>07</b>	1 215 217	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 913	12,1	2,9	2 678
<b>08</b>	1 306 632	90 017	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	311 421	8,7	2,0	2 060
<b>08</b> May	1 253 321	6 933	12,1	924 039	13,8	10,1	38 228	24 195	17,4	0,5	291 054	6,2	1,5	2 500
Jun	1 268 186	15 127	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	296 793	9,6	2,3	2 422
Jul	1 278 441	15 505	10,1	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	297 810	9,5	2,2	2 351
Ago	1 278 297	-1 383	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	299 424	10,0	2,3	2 205
Sep	1 291 287	10 230	9,6	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	305 699	11,6	2,7	2 187
Oct	1 300 876	7 952	9,2	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	308 797	9,4	2,2	2 103
Nov	1 303 717	2 979	8,3	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	309 935	8,6	2,0	2 075
Dic	1 306 632	4 741	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	311 421	8,7	2,0	2 060
<b>09</b> Ene	1 311 396	1 800	6,8	954 548	6,1	4,5	43 266	27 882	17,9	0,5	313 582	7,7	1,8	1 944
Feb	1 313 259	1 971	6,6	953 408	5,5	4,0	44 684	30 002	22,0	0,7	315 167	8,3	1,9	1 900
Mar	1 315 944	2 540	6,2	952 533	4,4	3,3	45 428	30 788	26,5	0,8	317 982	9,2	2,1	1 788
Abr	P 1 323 919	8 528	6,2	955 133	4,2	3,1	45 778	31 893	24,4	0,7	323 008	10,1	2,3	2 798
May	P 1 320 583	-2 974	5,3	953 241	3,5	2,5	45 105	31 520	18,0	0,5	322 237	9,7	2,2	2 498
Jun	P 1 313 734	-9 937	3,3	940 241	1,2	0,9	44 479	31 731	12,9	0,4	329 014	8,7	2,0	1 560
Jul	P 1 317 163	3 826	2,4	936 112	-0,2	-0,2	49 908	35 958	26,2	0,8	331 143	7,4	1,7	1 476
Ago	P 1 308 725	-8 302	1,8	926 399	-1,1	-0,8	49 055	35 415	24,2	0,7	333 272	7,9	1,9	1 431

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

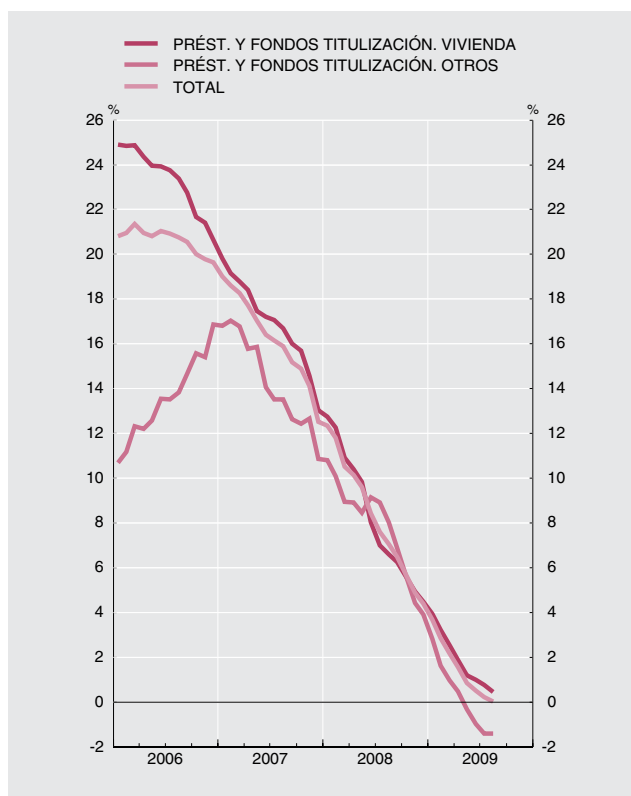
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

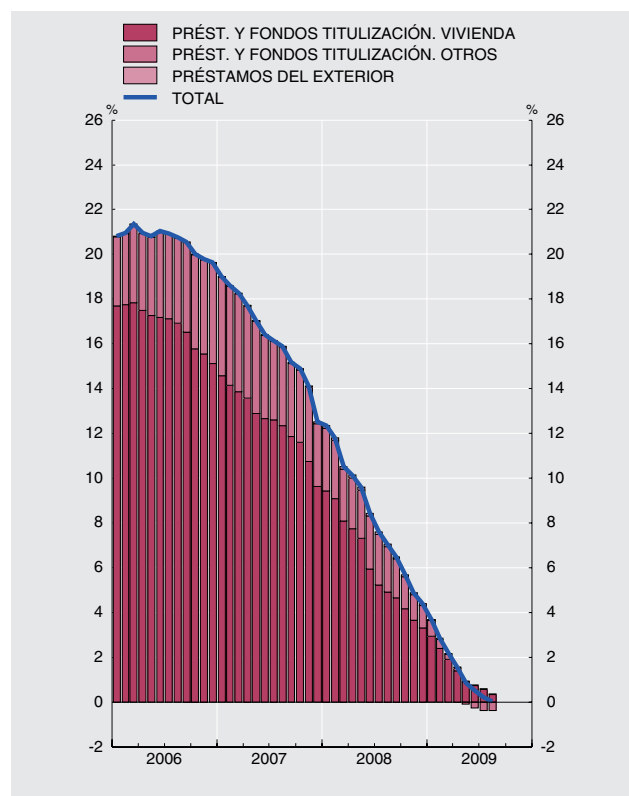
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>06</b>	778 372	127 886	19,6	575 676	20,6	15,1	201 522	16,9	4,5	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
<b>07</b>	874 405	97 497	12,5	650 116	13,0	9,6	222 510	10,9	2,8	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
<b>08</b>	910 536	38 385	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 375	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>08 May</b>	897 841	5 328	9,6	668 514	9,8	7,3	227 046	8,5	2,2	2 281	77,5	0,1	25 026	5 325
<b>Jun</b>	906 874	9 382	8,4	670 109	8,0	6,0	234 471	9,1	2,4	2 294	76,3	0,1	24 823	5 298
<b>Jul</b>	907 208	378	7,6	672 880	7,0	5,2	232 020	8,9	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
<b>Ago</b>	906 863	-264	7,0	674 196	6,6	4,9	230 359	8,0	2,0	2 309	57,2	0,1	23 942	5 444
<b>Sep</b>	907 457	920	6,5	675 999	6,3	4,7	229 140	6,9	1,7	2 318	52,6	0,1	24 041	4 830
<b>Oct</b>	909 428	2 133	5,7	677 415	5,6	4,2	229 666	5,6	1,4	2 347	46,7	0,1	23 427	4 617
<b>Nov</b>	915 349	6 065	4,9	678 952	4,9	3,7	234 039	4,4	1,1	2 358	41,7	0,1	23 515	4 540
<b>Dic</b>	910 536	-4 336	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 375	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09 Ene</b>	907 814	-2 584	3,7	678 335	4,0	2,9	226 980	2,8	0,7	2 499	14,5	0,0	23 179	4 319
<b>Feb</b>	904 845	-2 779	2,8	677 745	3,2	2,4	224 579	1,6	0,4	2 521	15,2	0,0	23 054	4 217
<b>Mar</b>	902 735	-1 404	2,2	676 851	2,6	1,9	223 327	1,0	0,2	2 557	14,6	0,0	25 356	4 497
<b>Abr</b>	903 797	1 087	1,6	676 964	1,9	1,4	224 264	0,5	0,1	2 569	14,3	0,0	25 015	4 798
<b>May</b> P	902 673	-877	0,9	675 846	1,2	0,9	224 247	-0,3	-0,1	2 580	13,1	0,0	24 000	4 480
<b>Jun</b> P	908 464	6 391	0,5	675 955	1,0	0,7	229 919	-1,0	-0,2	2 590	12,9	0,0	24 392	4 369
<b>Jul</b> P	905 753	-2 206	0,2	677 005	0,8	0,6	226 133	-1,4	-0,4	2 614	13,3	0,0	24 218	4 224
<b>Ago</b> P	903 356	-2 138	0,0	676 324	0,5	0,4	224 394	-1,4	-0,4	2 639	14,3	0,0	24 029	4 097

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

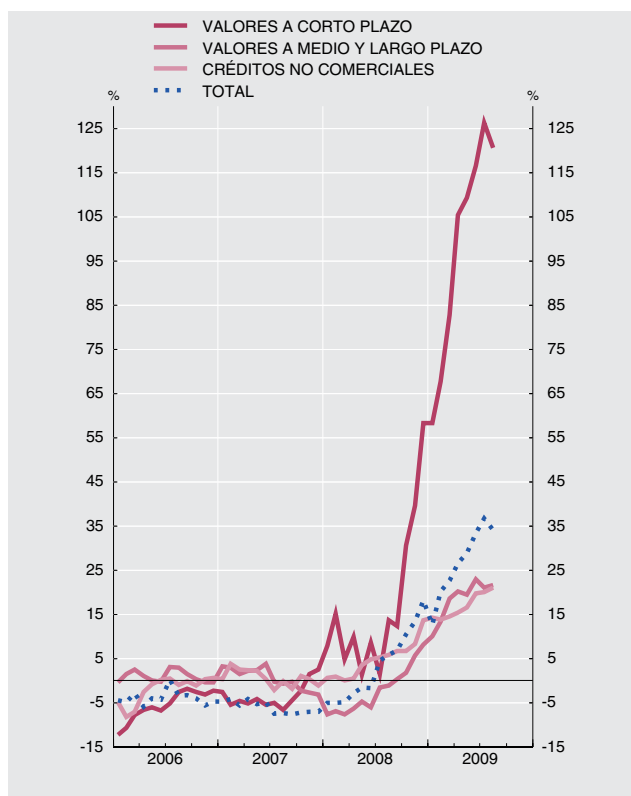
### 8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

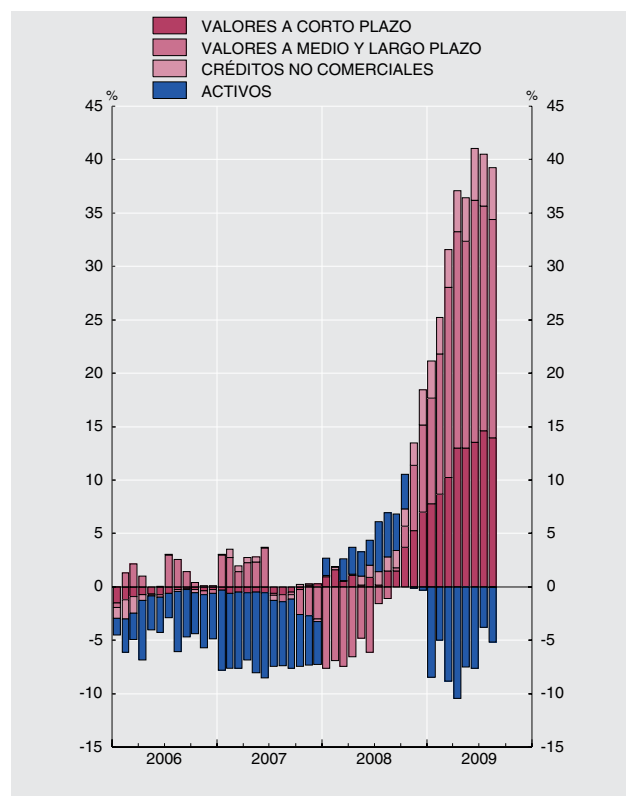
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>05</b>	A	315 420	-9 053	-2,8	2 327	-4 042	7 366	-997	-695	12 075	0,6	-10,8	2,6	-1,5	17,7	-1,2	2,3	-0,3	-3,5
<b>06</b>	P	300 484	-14 936	-4,7	-1 596	-770	-1 217	391	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,6	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
<b>07</b>	P	279 429	-21 055	-7,0	-8 887	823	-9 001	-708	2 973	9 195	-2,3	2,5	-3,1	-1,0	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0
<b>08</b>	A	330 146	50 717	18,2	51 536	19 481	22 835	9 221	740	79	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3
<b>08 Mar</b>	A	284 466	4 614	-4,8	-4 058	-708	-3 606	257	-3 368	-5 304	-5,2	4,9	-7,6	0,1	-6,3	0,6	-7,4	0,0	2,0
<b>08 Abr</b>	A	275 079	-9 387	-2,8	2 210	-1 286	3 632	-137	2 833	8 764	-3,9	9,9	-6,3	0,4	-6,5	1,1	-6,5	0,1	2,5
<b>08 May</b>	A	282 553	7 474	-1,5	5 432	-321	4 808	945	1 913	-3 955	-2,8	1,4	-4,7	3,5	-6,2	0,2	-4,8	0,8	2,3
<b>08 Jun</b>	A	286 009	3 456	-1,7	2 145	-476	1 571	1 049	-355	-957	-3,0	8,6	-6,0	4,8	-6,5	0,9	-6,1	1,1	2,4
<b>08 Jul</b>	A	284 658	-1 351	4,5	1 729	-241	3 126	-1 156	-6 785	9 865	-0,1	1,5	-1,5	5,3	-11,0	0,2	-1,6	1,3	4,6
<b>08 Ago</b>	A	300 697	16 039	5,8	637	1 873	-899	-337	-2 929	-12 473	1,3	13,6	-1,1	5,8	-11,9	1,5	-1,1	1,3	4,1
<b>08 Sep</b>	A	300 810	113	6,8	10 367	2 531	6 856	980	2 646	7 608	2,4	12,4	0,3	6,8	-9,1	1,5	0,3	1,6	3,5
<b>08 Oct</b>	A	292 430	-8 380	10,5	-727	4 530	-5 917	660	19 739	-12 086	5,1	30,7	1,8	6,7	-7,5	3,7	1,9	1,7	3,2
<b>08 Nov</b>	A	298 404	5 974	13,3	19 540	6 851	11 820	869	4 542	9 024	9,3	39,6	5,7	8,3	0,3	5,2	6,1	2,1	-0,1
<b>08 Dic</b>	A	330 146	31 742	18,2	15 201	4 179	5 950	5 072	-21 588	5 047	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3
<b>09 Ene</b>	A	311 261	-18 885	12,7	1 031	5 540	-4 659	150	6 810	13 105	15,6	58,3	10,1	14,3	23,7	7,8	9,9	3,5	-8,5
<b>09 Feb</b>	A	336 355	25 094	20,2	17 022	1 871	14 068	1 083	3 922	-11 994	18,6	67,7	13,3	13,8	14,1	8,7	13,1	3,4	-5,0
<b>09 Mar</b>	A	349 084	12 728	22,7	15 189	4 118	10 244	827	-2 259	4 720	23,9	82,8	18,6	14,6	27,6	10,3	17,8	3,5	-8,8
<b>09 Abr</b>	A	348 294	-789	26,6	14 406	5 335	8 687	384	11 305	3 890	27,0	105,4	20,2	15,4	28,0	13,0	20,2	3,8	-10,5
<b>09 May</b>	A	364 319	16 025	28,9	6 427	621	3 871	1 935	-9 383	-216	26,9	109,2	19,5	16,6	21,1	13,0	19,4	4,1	-7,5
<b>09 Jun</b>	A	381 614	17 294	33,4	16 636	1 446	11 699	3 491	-3 898	3 239	30,5	116,6	23,0	19,8	22,0	13,5	22,7	4,9	-7,6
<b>09 Jul</b>	A	389 239	7 625	36,7	-380	2 632	-1 790	-1 223	-7 638	-367	29,8	126,2	21,0	20,1	10,5	14,6	21,1	4,9	-3,8
<b>09 Ago</b>	A	403 103	13 864	34,1	3 257	2 300	641	316	3 873	-14 480	30,4	120,6	21,6	21,1	17,9	14,0	20,4	4,8	-5,2

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.



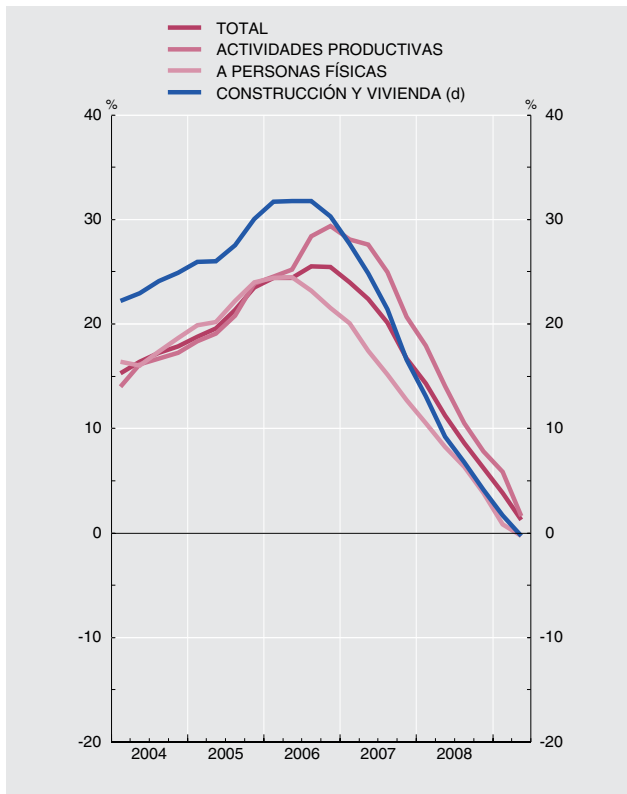
**8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES**

■ Serie representada gráficamente.

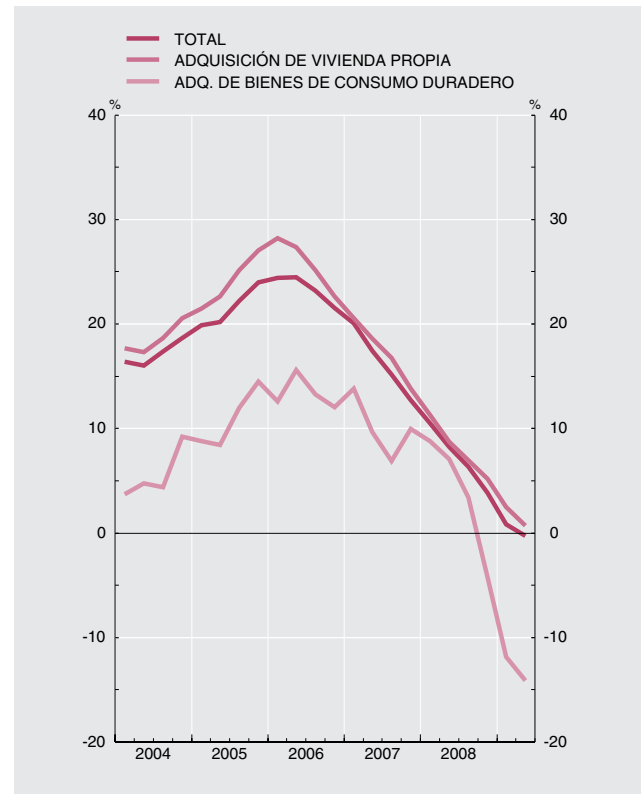
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
														Del cual	Del cual
					Total	Servicios inmobiliarios	Adquisición de vivienda								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
<b>07</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
<b>08</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
<b>05 /</b>	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
<b>II</b>	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
<b>III</b>	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
<b>IV</b>	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	448 688	426 954	45 928	81 638	4 666	17 648	711 535
<b>06 /</b>	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	475 038	452 318	46 320	83 520	4 788	18 813	762 711
<b>II</b>	1 350 190	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 697	502 002	478 158	49 161	91 535	5 109	21 077	817 195
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247
<b>IV</b>	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
<b>07 /</b>	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479
<b>II</b>	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287
<b>III</b>	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731
<b>IV</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
<b>08 /</b>	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
<b>II</b>	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
<b>III</b>	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
<b>IV</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
<b>09 /</b>	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
<b>II</b>	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917

**CRÉDITO POR FINALIDADES**  
Tasas de variación interanual (c)



**CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS**  
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

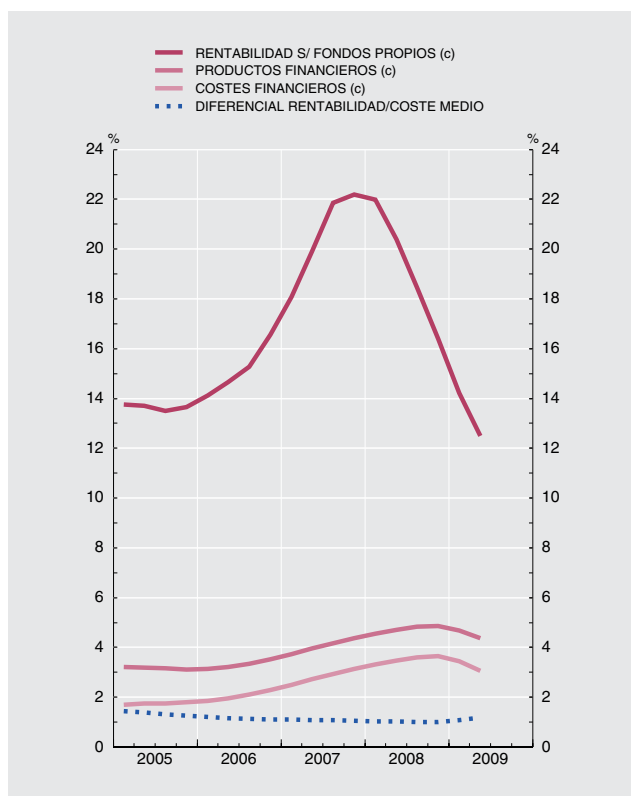
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO RESIDENTES EN ESPAÑA

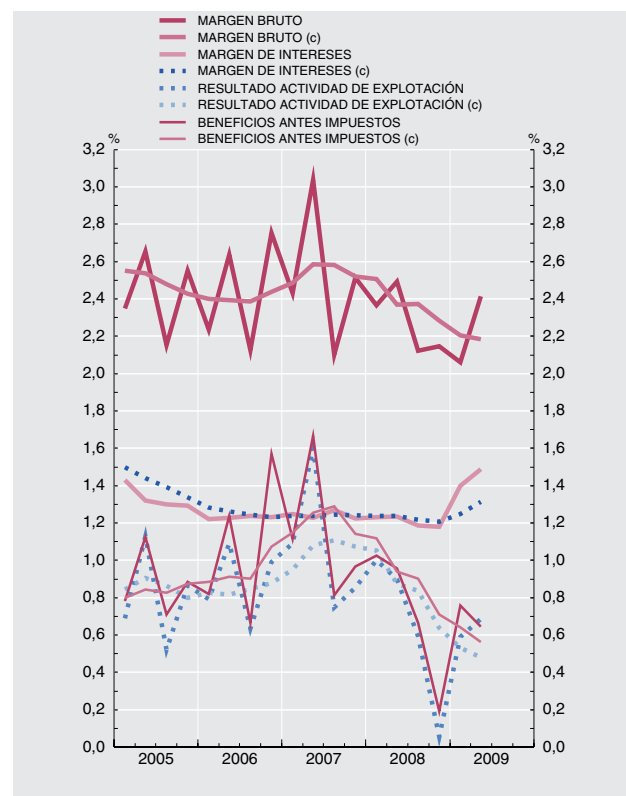
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado								En porcentaje						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instr. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
<b>06</b>	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
<b>07</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>06 //</b>	3,4	2,2	1,2	1,4	2,6	1,2	0,7	0,4	1,1	0,2	1,2	16,0	3,4	2,2	1,2
<b>06 ///</b>	3,6	2,4	1,2	0,9	2,1	1,1	0,7	0,4	0,6	0,0	0,7	15,9	3,5	2,4	1,1
<b>06 IV</b>	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
<b>07 /</b>	4,1	2,8	1,2	1,2	2,4	1,1	0,7	0,2	1,1	0,0	1,1	20,9	3,9	2,8	1,1
<b>07 //</b>	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1
<b>07 ///</b>	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1
<b>07 IV</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08 /</b>	4,8	3,5	1,2	1,1	2,4	1,0	0,6	0,3	1,0	0,0	1,0	20,1	4,8	3,8	1,0
<b>08 //</b>	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0
<b>08 ///</b>	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0
<b>08 IV</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>09 /</b>	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1
<b>09 //</b>	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

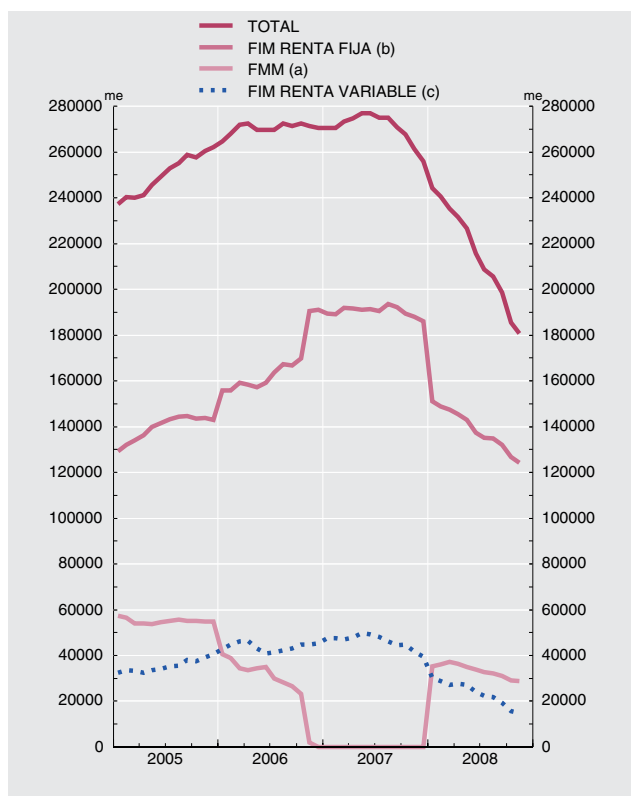
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

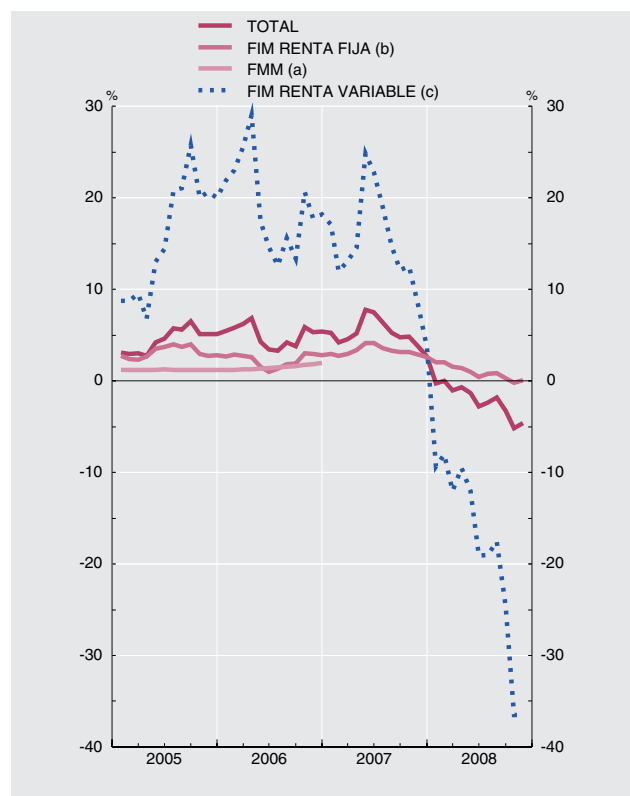
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

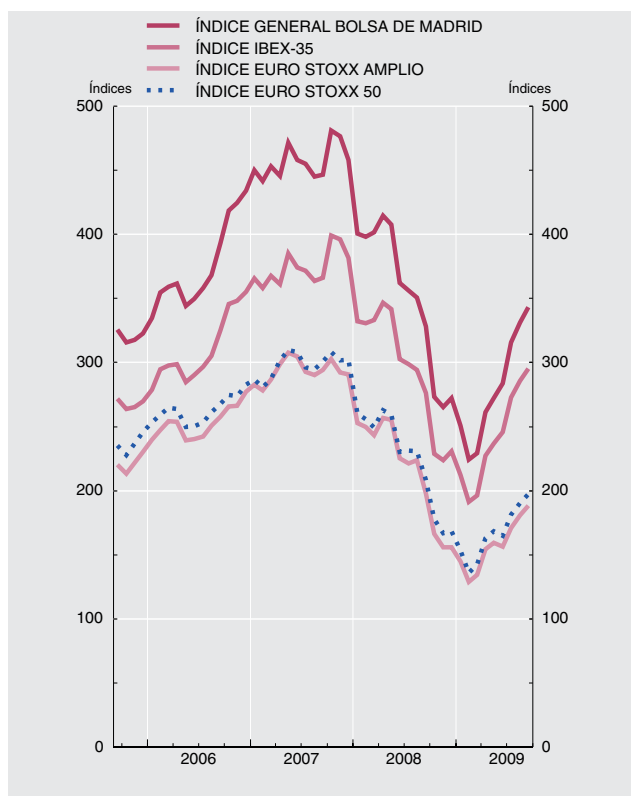
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

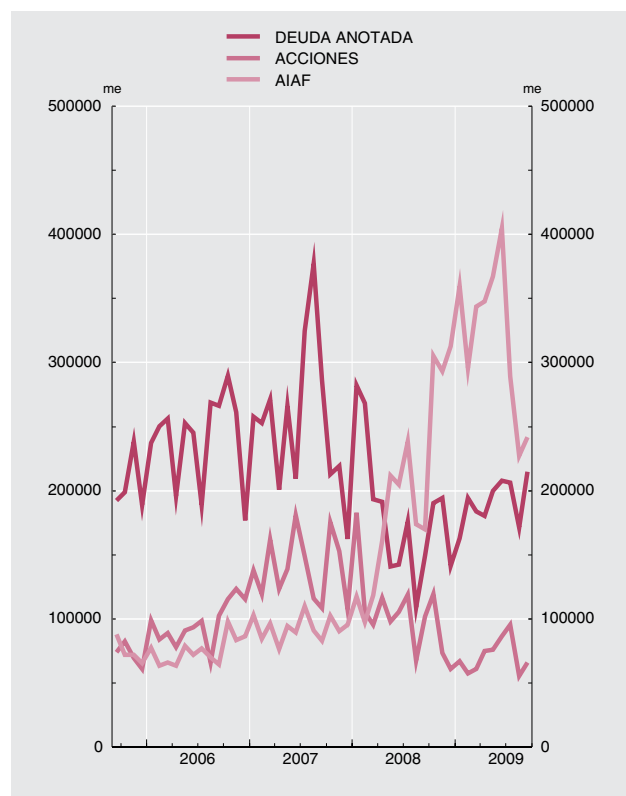
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>07</b>	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
<b>08</b>	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
<b>09</b>	A 1 001,32	9 582,60	225,27	2 425,55	638 935	56 921	1 720 642	2 877 119	-	25 116	-	4 359
<b>08 Jun</b>	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
<b>Jul</b>	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
<b>Ago</b>	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
<b>Sep</b>	1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
<b>Oct</b>	978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
<b>Nov</b>	950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 525	194 344	293 279	...	1 979	...	512
<b>Dic</b>	975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 536	141 215	312 823	...	2 854	...	455
<b>09 Ene</b>	898,03	8 450,40	207,09	2 236,98	66 689	6 020	162 791	359 649	...	2 541	...	437
<b>Feb</b>	803,92	7 620,90	184,27	1 976,23	57 487	7 863	194 144	295 515	...	1 817	...	443
<b>Mar</b>	820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 780	183 641	343 513	...	3 820	...	522
<b>Abr</b>	935,85	9 038,00	220,27	2 375,34	74 828	7 017	180 362	347 866	...	2 310	...	563
<b>May</b>	975,73	9 424,30	227,48	2 451,24	75 889	7 271	199 822	367 038	...	1 754	...	457
<b>Jun</b>	1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	86 272	5 753	207 861	404 790	...	3 984	...	531
<b>Jul</b>	1 131,04	10 855,10	243,92	2 638,13	95 572	5 654	206 118	289 376	...	2 363	...	516
<b>Ago</b>	1 187,30	11 365,10	257,84	2 775,17	55 638	4 336	171 127	227 500	...	2 090	...	423
<b>Sep</b>	P 1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	214 777	241 874	...	4 438	...	469

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

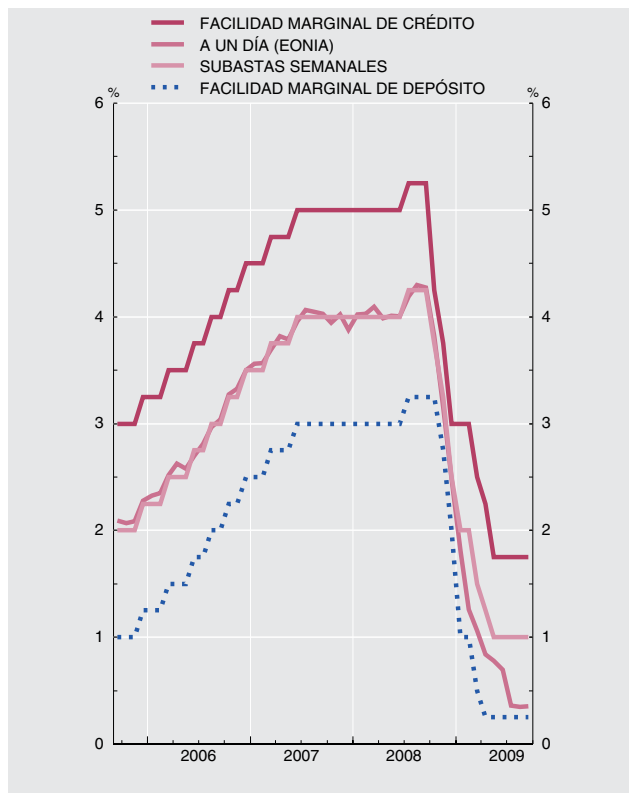
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

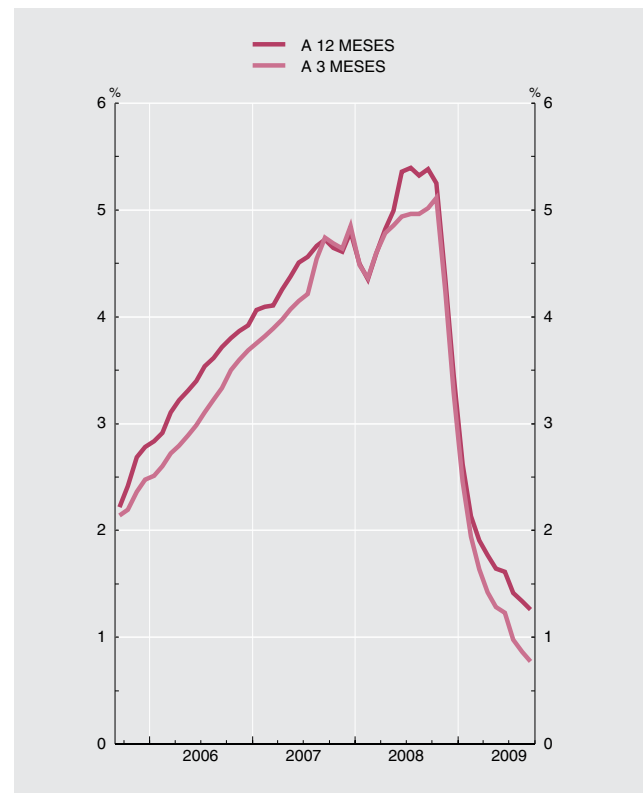
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,832	1,04	1,39	1,58	1,74	0,79	1,10	1,40	1,55	1,71	0,73	0,73	0,76	0,89
08 Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-
Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21
Dic	2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-
09 Ene	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,75	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	-
Feb	2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,27	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18
Mar	1,50	1,50	2,50	0,50	1,062	1,27	1,64	1,78	1,91	1,03	1,33	1,62	1,77	1,89	0,93	0,86	0,91	1,13
Abr	1,25	1,25	2,25	0,25	0,842	1,01	1,42	1,61	1,77	0,82	1,12	1,47	1,61	1,76	0,73	0,79	0,81	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,782	0,88	1,28	1,48	1,64	0,71	0,96	1,30	1,49	-	0,67	0,70	0,73	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,698	0,91	1,23	1,44	1,61	0,66	0,91	1,26	1,45	1,51	0,66	0,70	0,72	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,358	0,61	0,97	1,21	1,41	0,30	0,59	0,95	1,18	1,41	0,26	0,36	0,45	0,55
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,347	0,51	0,86	1,12	1,33	0,30	0,52	0,86	1,10	1,34	0,26	0,29	0,41	-
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

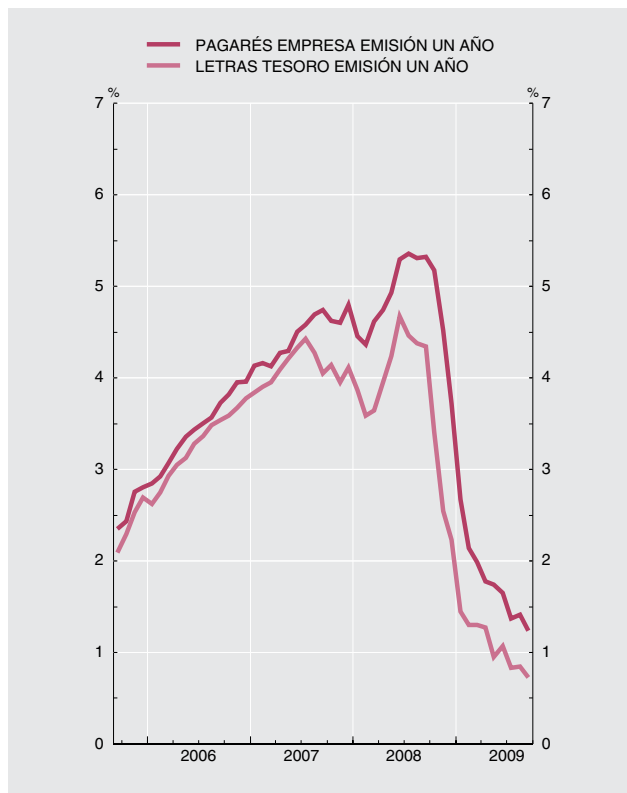
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

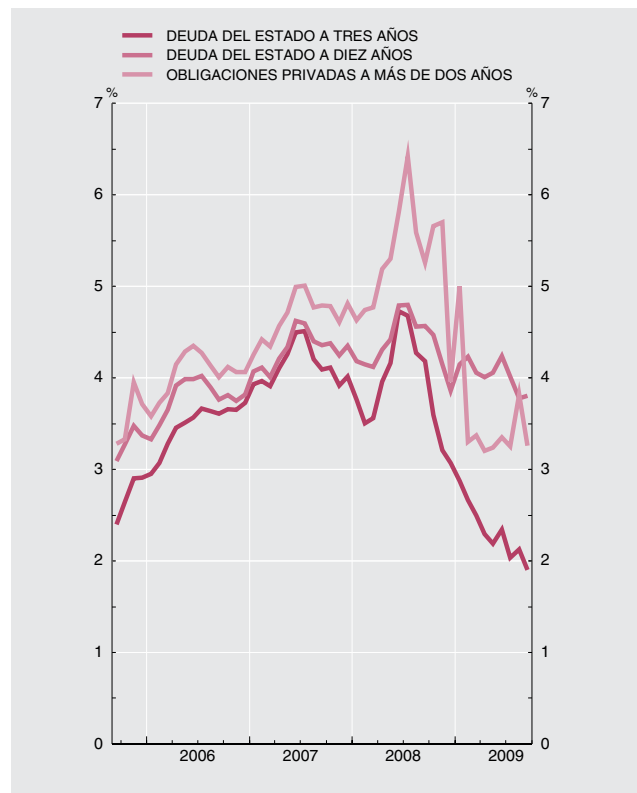
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarsés de empresa a un año		Deuda del Estado						A tres años	A diez años		
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta				
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años				A diez años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
<b>07</b>	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67		
<b>08</b>	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25		
<b>09</b>	1,08	1,04	1,77	1,82	2,31	3,02	4,03	4,51	4,86	2,32	4,03	3,53		
<b>08 Jun</b>	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81		
<b>Jul</b>	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42		
<b>Ago</b>	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59		
<b>Sep</b>	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26		
<b>Oct</b>	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66		
<b>Nov</b>	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70		
<b>Dic</b>	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96		
<b>09 Ene</b>	1,45	1,46	2,67	2,78	3,10	3,44	-	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00		
<b>Feb</b>	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30		
<b>Mar</b>	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37		
<b>Abr</b>	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20		
<b>May</b>	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24		
<b>Jun</b>	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35		
<b>Jul</b>	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25		
<b>Ago</b>	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82		
<b>Sep</b>	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26		

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

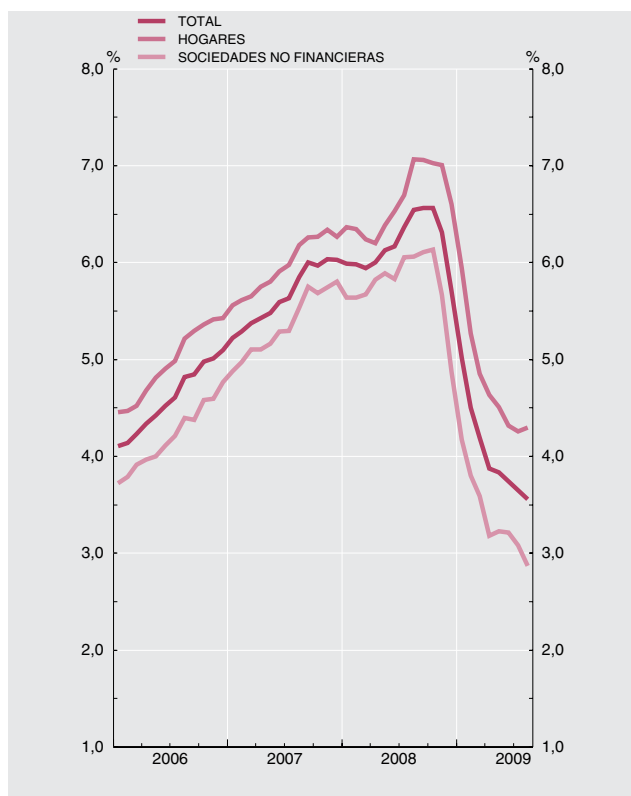
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

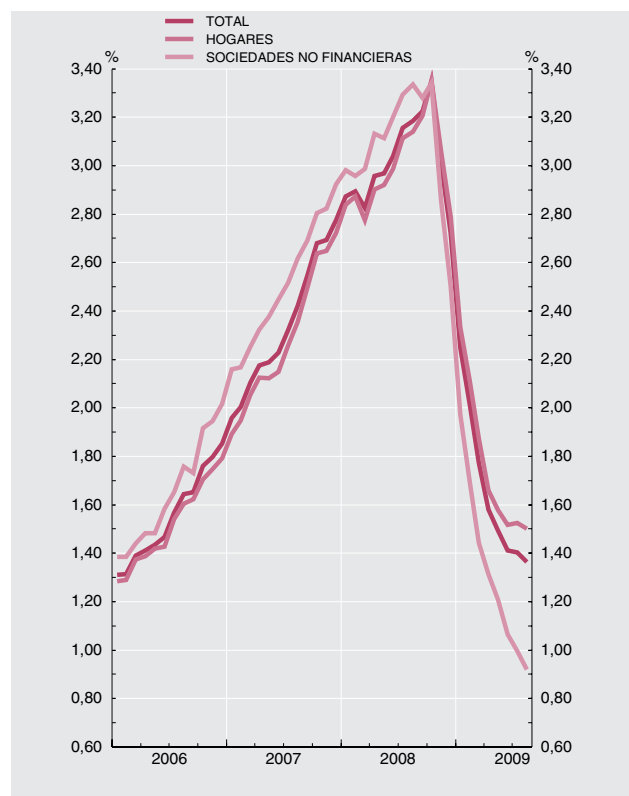
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	6,03	6,27	5,53	8,38	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08</b>	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09</b>	A 3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,37	1,50	0,42	2,31	0,35	0,92	0,65	1,31	0,28
<b>08 Ene</b>	5,99	6,37	5,56	8,68	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94
<b>Feb</b>	5,98	6,35	5,59	8,53	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02
<b>Mar</b>	5,94	6,24	5,43	8,59	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04
<b>Abr</b>	6,00	6,20	5,38	8,58	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02
<b>May</b>	6,13	6,39	5,55	8,82	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06
<b>Jun</b>	6,17	6,53	5,72	8,82	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07
<b>Jul</b>	6,36	6,70	5,94	8,85	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24
<b>Ago</b>	6,55	7,07	6,18	9,62	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34
<b>Sep</b>	6,56	7,06	6,21	9,52	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21
<b>Oct</b>	6,56	7,02	6,21	9,39	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,34	2,25	4,67	3,42
<b>Nov</b>	6,31	7,01	6,18	9,35	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98	2,88
<b>Dic</b>	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09 Ene</b>	5,02	5,94	4,97	8,77	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59
<b>Feb</b>	4,50	5,27	4,35	7,97	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18
<b>Mar</b>	4,19	4,85	3,91	7,63	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94
<b>Abr</b>	3,87	4,63	3,55	7,82	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76
<b>May</b>	3,84	4,51	3,36	7,90	3,23	4,62	2,57	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70
<b>Jun</b>	3,74	4,32	3,16	7,62	3,22	4,69	2,67	1,41	1,52	0,42	2,34	0,67	1,06	0,65	1,60	0,70
<b>Jul</b>	3,65	4,26	3,07	7,72	3,08	4,56	2,48	1,40	1,52	0,41	2,37	0,35	1,00	0,62	1,50	0,33
<b>Ago</b>	P 3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,37	1,50	0,42	2,31	0,35	0,92	0,65	1,31	0,28

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

## 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

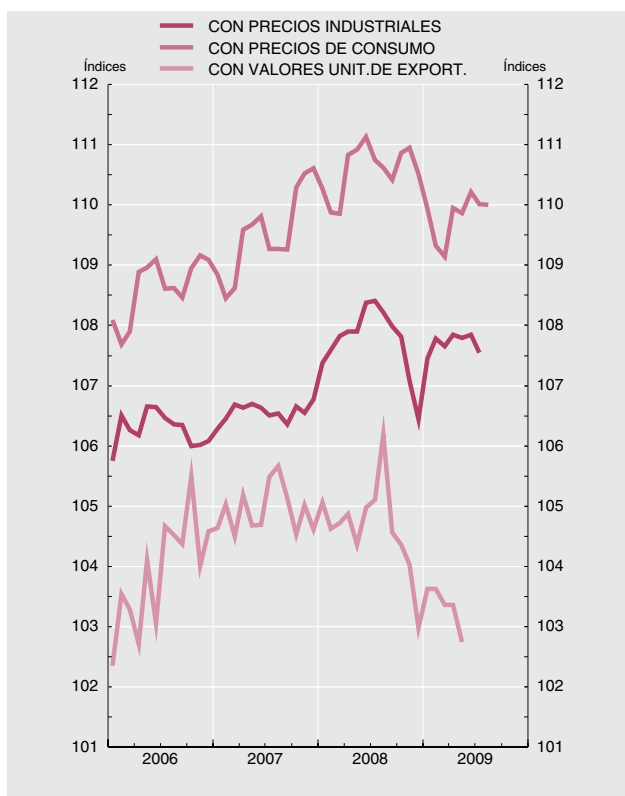
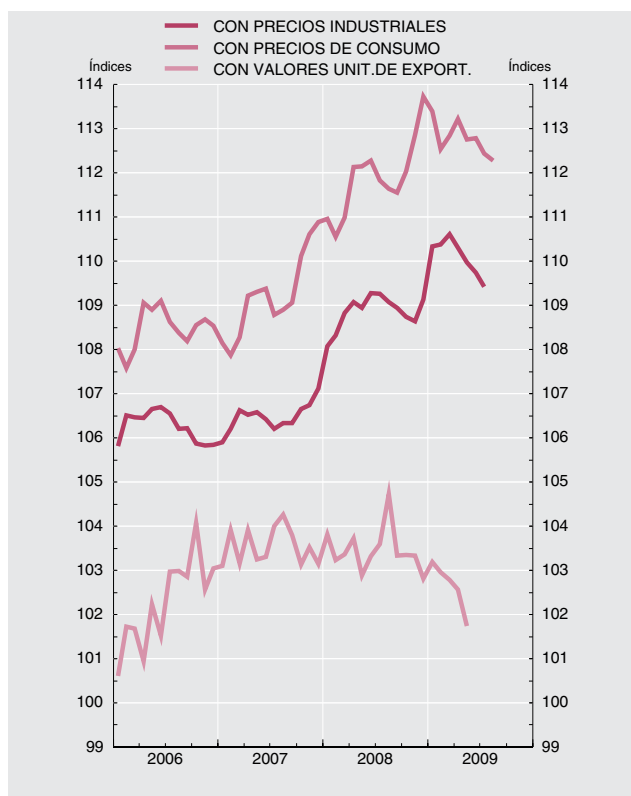
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	106,3	108,5	109,2	102,3	100,0	106,3	108,5	109,3	102,3	106,3	108,6	110,2	118,4	103,9
<b>07</b>	106,5	109,2	111,1	103,5	99,9	106,6	109,3	111,2	103,6	106,6	109,5	112,7	123,2	104,9
<b>08</b>	108,9	111,9	114,3	103,5	101,5	107,2	110,2	112,6	101,9	107,7	110,6	114,1	125,3	104,7
<b>07 III</b>	106,3	108,9	111,1	104,0	99,8	106,4	109,1	111,2	104,2	106,5	109,3	112,8	123,9	105,4
<b>07 IV</b>	106,8	110,5	112,1	103,3	100,3	106,6	110,3	111,8	103,0	106,7	110,5	113,4	126,0	104,7
<b>08 I</b>	108,4	110,8	114,5	103,5	101,0	107,4	109,8	113,4	102,5	107,6	110,0	115,0	124,2	104,8
<b>08 II</b>	109,1	112,2	114,9	103,3	101,4	107,6	110,7	113,3	101,9	108,1	111,0	114,9	127,1	104,7
<b>08 III</b>	109,1	111,7	114,1	103,9	101,3	107,7	110,2	112,6	102,5	108,2	110,6	114,2	127,4	105,3
<b>08 IV</b>	108,8	112,9	113,7	103,2	102,3	106,4	110,3	111,1	100,8	107,1	110,8	112,5	122,6	103,8
<b>09 I</b>	110,4	112,9	112,5	103,0	103,7	106,5	108,9	108,5	99,3	107,6	109,5	109,7	116,0	103,5
<b>09 II</b>	110,0	112,9	112,9	...	103,2	106,6	109,4	109,4	...	107,8	110,0	110,6	119,3	...
<b>08 Dic</b>	109,1	113,7	...	102,8	103,3	105,6	110,0	...	99,5	106,4	110,5	...	...	103,0
<b>09 Ene</b>	110,3	113,4	...	103,2	103,7	106,4	109,4	...	99,5	107,4	109,9	...	...	103,6
<b>09 Feb</b>	110,4	112,5	...	103,0	103,5	106,7	108,8	...	99,5	107,8	109,3	...	...	103,6
<b>09 Mar</b>	110,6	112,8	...	102,8	103,9	106,4	108,6	...	98,9	107,7	109,1	...	...	103,4
<b>09 Abr</b>	110,3	113,2	...	102,6	103,5	106,6	109,4	...	99,1	107,8	110,0	...	...	103,4
<b>09 May</b>	110,0	112,8	...	101,7	103,2	106,5	109,2	...	98,5	107,8	109,9	...	...	102,7
<b>09 Jun</b>	109,7	112,8	...	...	103,0	106,6	109,5	...	...	107,8	110,2	...	...	...
<b>09 Jul</b>	109,4	112,4	...	...	102,9	106,3	109,2	...	...	107,6	110,0	...	...	...
<b>09 Ago</b>	...	112,3	...	...	102,8	...	109,3	...	...	...	110,0	...	...	...
<b>09 Sep</b>	...	...	...	...	103,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

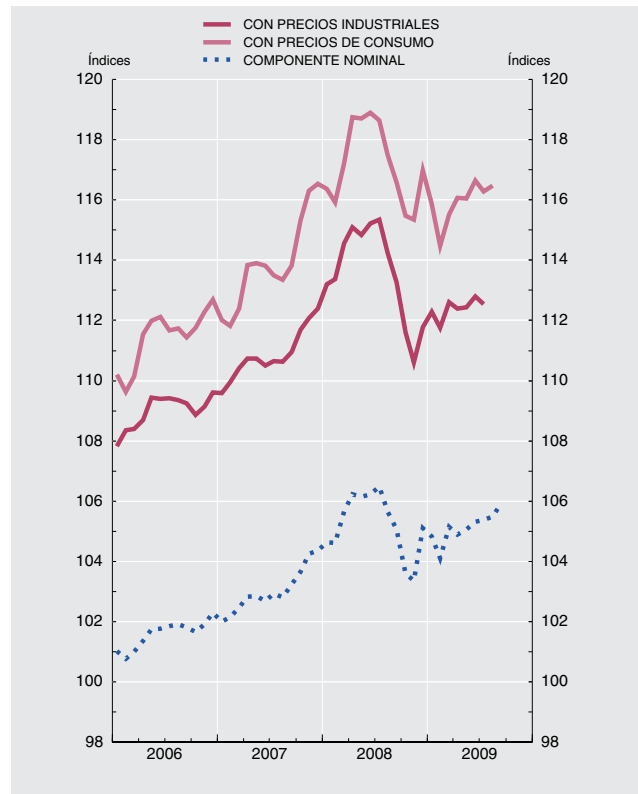
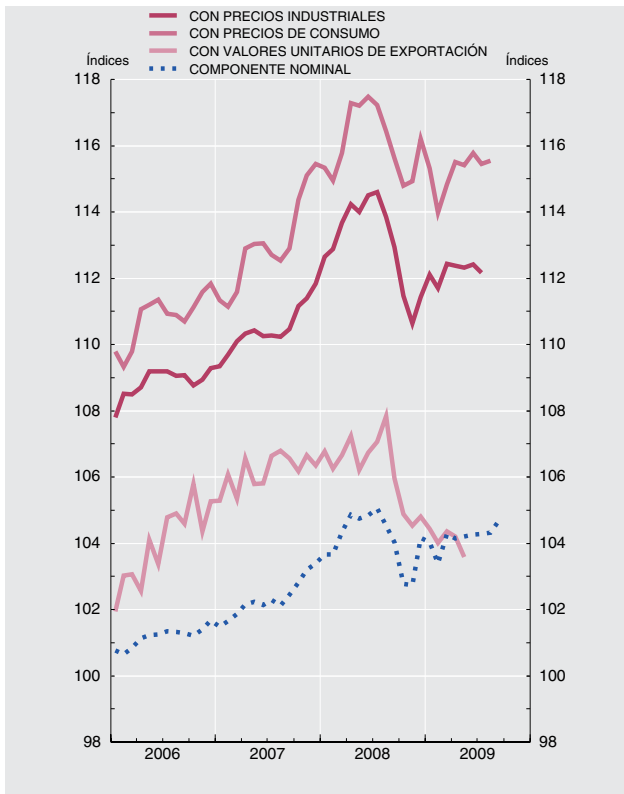
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	108,9	110,8	120,9	104,0	101,2	107,6	109,5	119,5	102,8	109,0	111,4	101,6	107,3	109,7
<b>07</b>	110,5	113,0	126,7	106,2	102,3	108,0	110,5	123,8	103,8	110,9	113,9	103,0	107,6	110,6
<b>08</b>	113,1	116,1	131,5	106,2	104,1	108,6	111,5	126,3	102,0	113,6	117,2	105,2	107,9	111,4
<b>07 III</b>	110,3	112,7	127,1	106,7	102,3	107,9	110,2	124,3	104,3	110,7	113,6	103,0	107,5	110,3
<b>07 IV</b>	111,5	115,0	130,5	106,4	103,1	108,1	111,5	126,5	103,2	112,0	116,1	104,1	107,7	111,5
<b>08 I</b>	113,1	115,4	129,5	106,6	103,9	108,8	111,0	124,7	102,6	113,7	116,5	105,0	108,3	111,0
<b>08 II</b>	114,2	117,3	134,0	106,7	104,8	109,0	111,9	127,8	101,8	115,0	118,8	106,2	108,3	111,9
<b>08 III</b>	113,8	116,4	134,3	107,0	104,5	108,9	111,4	128,4	102,3	114,3	117,6	105,7	108,1	111,2
<b>08 IV</b>	111,2	115,3	128,4	104,7	103,2	107,7	111,7	124,4	101,5	111,3	115,9	104,0	107,0	111,5
<b>09 I</b>	112,1	114,7	123,0	104,3	103,9	107,9	110,4	118,3	100,3	112,2	115,3	104,7	107,2	110,1
<b>09 II</b>	112,4	115,6	127,0	...	104,2	107,8	110,9	121,9	...	112,5	116,3	105,1	107,1	110,6
<b>08 Dic</b>	111,4	116,2	...	104,8	104,2	107,0	111,6	...	100,6	111,8	117,0	105,1	106,4	111,3
<b>09 Ene</b>	112,1	115,3	...	104,4	104,0	107,8	110,8	...	100,4	112,3	115,9	104,8	107,1	110,5
<b>09 Feb</b>	111,7	114,0	...	104,0	103,4	108,0	110,2	...	100,6	111,7	114,5	104,1	107,3	110,0
<b>09 Mar</b>	112,4	114,8	...	104,4	104,3	107,8	110,1	...	100,1	112,6	115,5	105,2	107,1	109,8
<b>09 Abr</b>	112,4	115,5	...	104,2	104,1	107,9	110,9	...	100,1	112,4	116,1	104,9	107,1	110,6
<b>09 May</b>	112,3	115,4	...	103,6	104,2	107,8	110,8	...	99,4	112,4	116,1	105,1	107,0	110,5
<b>09 Jun</b>	112,4	115,8	...	...	104,3	107,8	111,0	...	...	112,8	116,7	105,3	107,1	110,8
<b>09 Jul</b>	112,2	115,5	...	...	104,3	107,6	110,7	...	...	112,5	116,3	105,4	106,8	110,3
<b>09 Ago</b>	...	115,6	...	...	104,3	...	110,8	...	...	...	116,5	105,5	...	110,4
<b>09 Sep</b>	...	...	...	...	104,7	...	...	...	...	...	...	106,0	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

SEP 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008	31
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa	49
	Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas	61
	Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos	75
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008	87
	La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España	101
OCT 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	23
	El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía	91
	Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea	101
	Informe semestral de economía latinoamericana	113
Regulación financiera: tercer trimestre de 2008	141	
NOV 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008	33
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa	53
	Las consecuencias de la indiciación salarial sobre la inflación	63
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008	71
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008	85
Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones	97	
DIC 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas	31
	Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española	45
	Evolución de la brecha crédito-depositos y de su financiación durante la década actual	59
	El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM	69
Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes	85	
ENE 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España	79
	Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006	89
	La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM	103
	Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales	117
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008	131	
FEB 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i> , organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros	23
	Evolución reciente de la economía española	35
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa	55
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009	65
	Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior	77
	La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM	91
	La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana	105
	Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional	119
MAR 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	31
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio	47
	La encuesta sobre formación de salarios de las empresas españolas: nueva evidencia	

	sobre la relación entre precios y salarios, y la respuesta de las empresas a perturbaciones económicas	63
	Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro	73
	Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro	83
	Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este	91
	Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina	105
ABR 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	La creación de empleo de las empresas pequeñas en España	81
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009	91
	Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM	103
	Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009	117
	Regulación financiera: primer trimestre de 2009	145
MAY 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	31
	Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas	41
	Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito	57
	La financiación de las sociedades no financieras en la UEM	71
	Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global	85
	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2008	107
JUN 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2009	41
	La asimilación salarial de los inmigrantes en España	59
	Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008	71
	La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera	81
	Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo	95
JUL-AGO 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009	81
	El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España	95
	Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral	117
	Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico	129
	El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional	139
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008	153
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008	171
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2009	183
SEP 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2009	31
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	47
	Algunas consideraciones sobre los efectos macroeconómicos de los salarios y del empleo de las Administraciones Públicas	57
	¿Afectan los cambios institucionales a los ciclos económicos?	75
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: contenido informativo sobre la evolución de los componentes del PIB	85
	La financiación del déficit exterior de Estados Unidos	95
	La economía de género: un campo de investigación en expansión	109
OCT 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009	91
	Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España	105
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009	113
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2009	143

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

#### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

#### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELLILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)  
75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).  
76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).  
51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).  
52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).  
53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.  
0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?  
0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.  
0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.  
0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.  
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).  
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.  
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---